

**VELEUČILIŠTE „NIKOLA TESLA“ U GOSPIĆU**

Damir Župan

**KUT KAO MANIPULACIJA TRŽIŠTEM**

**CORNERING THE MARKET**

Završni rad

Gospić, 2018.

**VELEUČILIŠTE „NIKOLA TESLA“ U GOSPIĆU**

Upravni odjel

Stručni upravni studij

**KUT KAO MANIPULACIJA TRŽIŠTEM**

**CORNERING THE MARKET**

Završni rad

MENTOR

mr.sc. Denis Buterin

STUDENT

Damir Župan

MBS : 0296002270

Gospić, svibanj 2018.

Veleučilište „Nikola Tesla“ u Gospiću  
Upravni odjel

Gospić, 20. ožujka 2018.

## Z A D A T A K

za završni rad

Pristupniku Damiru Županu, MBS: 2963022267/09

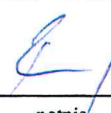
Studentu stručnog studija Upravni studij izdaje se tema završnog rada pod nazivom

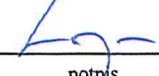
**Kut kao manipulacija tržištem**

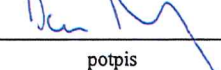
Sadržaj zadatka :

Analizirati financijska tržišta, njihove pojavne oblike, strukturu i najvažnije značajke. Pri tome obratiti pozornost na najvažnije poslove na financijskim tržištima. Istražiti posebnosti kratke prodaje kao financijske kategorije koja je pogodna za tržišne manipulacije. Istražiti poznate primjere kuta i posljedice njihova pojavljivanja. Temeljem provedenog istraživanja, dati preporuke za investiranje. Rezultate istraživanja prikazati u zaključku.

*Završni rad izraditi sukladno odredbama Pravilnika o završnom radu Veleučilišta „Nikola Tesla“ u Gospiću.*

Mentor: Denis Buterin                      zadano: 20. ožujka 2018. ,   
(ime i prezime)                      (nadnevak)                      potpis

Pročelnik odjela: TOMISLAV IOPAC                      predati do: 30.03.2018. ,   
(ime i prezime)                      (nadnevak)                      potpis

Student: Damir Župan                      primio zadatak: 20.03.2018 ,   
(ime i prezime)                      (nadnevak)                      potpis

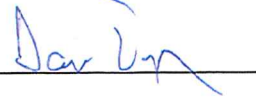
Dostavlja se:

- mentoru
- pristupniku

## IZJAVA

Izjavljujem da sam završni rad pod naslovom **Kut kao manipulacija tržištem** izradio samostalno pod nadzorom i uz stručnu pomoć mentora mr.sc. Denisa Buterina, višeg predavača.

Damir Župan

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Damir Župan', is written over a horizontal line.



## Sažetak

Od davnina gospodarsku aktivnost pratile su novčane transakcije. Kako se razvijalo gospodarstvo razvijalo se i poslovanje na tržištima s novcem. Suvremene financije karakteriziraju izrazito razvijena financijska tržišta među kojima posebno mjesto pripada *tržištu*

*kapitala*. Tržište kapitala je tržište dugoročnih vrijednosnih papira dok je u najužem smislu sekundarno tržište dugoročnih vrijednosnih papira. U najopćenitijem smislu, ono čini mnoštvo sveza između raznih subjekata u procesu spajanja ponude i potražnje štednje - kapitala, prvenstveno radi financiranja proizvodnih ulaganja, prilikom kojih se oblikuju cijene za ustupljena sredstva na rok - kamate ili na trajno - dividende. Jedna od vrsta tržišnih manipulacija je tzv. *Corner Marketing* (*Tjeranje tržišta u kut*). *Stjerati tržište u kut* znači prikupljanje dovoljnog udjela u određenim vrijednosnim papira, u određenoj branši ili *držati* značajan udjel u određenoj robi sa ciljem manipuliranja njenom cijenom. Izraz implicira da se više na tržištu ne mogu pronaći drugi kupci ili prodavači navedenih roba ili vrijednosnica. Ulagач mora biti financijski dovoljno snažan i poznavati kretanje tržišnih trendova jer provođenje ovog poduhvata zahtjeva stjecanje značajnih financijskih dobara i roba.

Ključne riječi: tržište, novac, financije, kapital, kut, manipulacija.

## **Abstract**

Since ancient times, economic activity has been accompanied by monetary transactions. As the economy developed, money market operations also developed. Contemporary finance is characterized by highly developed financial markets, among which a special place belongs to the capital market. The capital market is the market for long-term securities while in the strict sense, it is a secondary market for long-term securities. In the most general sense, it creates a large number of links between the various stakeholders in the process of merging the supply and demand of capital savings, primarily for the financing of productive investments, in which the prices for the allocated funds are calculated based on interest rates or on permanent dividends. One of the types of market manipulation is the so-called "Corner Marketing". Cornering the market means obtaining a sufficient stake in certain securities, in a particular industry, or holding a significant share in a particular commodity in order to manipulate its price. The term implies that no more buyers or sellers of said goods or securities can be found in the market. The investor must be financially strong enough and know the market trends because the pursuit of this venture requires the acquisition of significant financial assets and commodities.

Key words: market, money, finance, capital, cornering, manipulation.

## SADRŽAJ

1.	UVOD.....	1
2.	ZNAČAJKE FINANCIJSKIH TRŽIŠTA .....	2
2.1.	TRŽIŠTE KAPITALA .....	5
2.1.1.	PRIMARNO TRŽIŠTE.....	6
2.1.2.	SEKUNDARNO TRŽIŠTE.....	9
2.2.	PRIKUPLJANJE KAPITALA .....	10
2.2.1.	OBVEZNICE .....	11
2.2.2.	DIONICA.....	13
2.3.	ŠPEKULACIJA, HEDGING I ARBITRAŽA.....	20
2.3.1.	ŠPEKULACIJE .....	21
2.3.2.	HEDGING .....	24
2.3.3.	ARBITRAŽA .....	25
3.	KRATKA PRODAJA .....	28
3.1.	ZNAČAJKE KRATKE PRODAJE - <i>SHORT SELLING</i> .....	29
3.2.	KONTRAKCIJA KRATKE PRODAJE ( <i>SHORT SQUEEZE</i> ) .....	34
4.	BITNE KARAKTERISTIKE KUTA.....	36
4.1.	BITNE KUTA.....	KARAKTERISTIKE 36
4.2.	PRIMJERI KUTA OD ANTIKE DO NOVIJEG DOBA.....	38
4.3.	JAMES FISK I "CRNI PETAK" 1869. GODINE.....	41
4.4.	KUT U SLUČAJU PORSCHE – VW .....	44
4.5.	PREPORUKE ZA INVESTIRANJE.....	46
5.	ZAKLJUČAK.....	49
	LITERATURA .....	51
	POPIS SLIKA.....	53
	POPIS TABLICA.....	54

## 1. UVOD

Kada netko pokuša manipulirati tržištem ilegalnim masovnim kupovanjem i skladištenjem određene robe, to znači da pokušava stjerati tržište u kut. U tom procesu, kupac pokušava uskladištiti maksimalne količine te robe na raspolaganju, stvoriti umjetni nedostatak i povećati njenu cijenu prije nego što proda robu natrag na tržište. Na tržištu kapitala izraz se odnosi na proces stjecanja dovoljnog udjela u vrijednosnim papirima ili imovini s namjerom ilegalnog manipuliranja njihovom cijenom. Pokušaj kupca da stjera tržište u kut ovisi mnogo o njegovoj financijskoj snazi i znanju o kretanjima tržišnih trendova. Osim pravnih problema, mogao bi se naći u ukoliko su njegove namjere otkrivene. Tada će se drugi trgovci pokušati suprotstaviti njegovom potezu i otežati mu da proda robu po visokoj cijeni koju bi se nadao da će dobiti. Nakon uvodne cjeline ovog završnog rada u drugoj cjelini pod nazivom *ZNAČAJKE FINACIJSKIH TRŽIŠTA* govori se o značajkama, važnosti te vrstama financijskih tržišta, a posebno o tržištu kapitala, prikupljanju kapitala, te špekulacijama, hedgingu i arbitraži. Treća cjelina rada pod nazivom *KRATKA PRODAJA* govori o značajkama „kratke prodaje“- *short selling*, pojmu „kontrakcija kratke prodaje“ - *short squeeze*. *BITNE KARAKTERISTIKE KUTA* naziv je četvrte cjeline završnog rada u kojoj su nakon definiranja pojma „kuta“ i karakteristika „kuta“ navedeni primjeri kuta od antike do novijeg doba, "crni petak" 1869., kut u slučaju PORSCHE – VW, te su date preporuke za investiranje. Posljednja peta cjelina kratak je zaključak na zadanu temu završnog rada.



## 2. ZNAČAJKE FINANCIJSKIH TRŽIŠTA

Financijski sustav jedna je od temeljnih sastavnica ekonomskog sustava zemlje. Označava sustav zemlje determiniran stupnjem razvijenosti ekonomskog i političkog sustava, kao i karakterom vlasništva i drugih faktora. Financijski sustav možemo definirati kao ukupnost nositelja ponude i potražnje financijskih instrumenata, što zajedno s pravnim normama i regulacijom stvara pretpostavke za trgovanjem novcem i financijskim instrumentima.

Financijski sustav, podsustav ekonomskog sustava, treba omogućiti rast i razvoj ekonomije, a funkcije financijskog sustava ostvaruju se preko financijskih tržišta. Efikasan financijski sustav podrazumijeva takvo funkcioniranje sustava kod kojeg je suma svih od plasiranja sredstava, plaćanja i trgovine maksimalna.

Financijski sustav djeluje kao skup institucija i tržišta na kojemu postoje određeni propisi, a omogućuje se alokacije resursa, stoga je korisno spomenuti njegov pet osnovnih funkcija, i to:<sup>1</sup>

- ▣ mobiliziranje štednje,
- ▣ alokaciju resursa,
- ▣ korporativnu kontrolu,
- ▣ upravljanje rizikom te
- ▣ olakšavanje razmjene dobara i usluga.

Suvremeni financijski sustavi javljaju se u dva oblika - bankocentrični financijski sustav u kojem dominiraju banke i tržišno orijentirani sustavi s visoko razvijenim tržištem kapitala. Elemente financijskog sustava čine *financijska tržišta*, instrumenti, institucije te regulacija financijskih tržišta.

---

<sup>1</sup>Dalić, M., Usporedna analiza hrvatskog financijskog sustava i financijskih sustava naprednih tranzicijskih zemalja, Privredna kretanja i ekonomska politika, vol. 92, 2002., str. 29.

Na financijskom tržištu susreću se ponuda i potražnja financijskih sredstava. Financijska sredstva mogu se razlikovati i sa stajališta rizika njihova ulaganja pa se može reći da je ravnotežna cijena tih sredstava ovisna o riziku ulaganja.<sup>2</sup>

Financijska tržišta obavljaju i nekoliko važnih funkcija koje su nužne za razumijevanje funkcioniranja mehanizma potrošnje i štednje kao i mehanizma financijskih i realnih investicija.

Financijsko tržište je mjesto uređenog, organiziranog, normiranog, protoka novčanih sredstava. Poduzeće je u stalnoj interakciji s financijskim tržištima i institucijama, jer koristeći njihove usluge dobavlja novac potreban za sve svoje operacije, od dnevnog poslovanja, do velikih investicijskih poduhvata, tako da ne postoji način da se poduzeće odvoji od financijskog sustava i njegovih zakonitosti.<sup>3</sup>

Financijska tržišta kao strukture kojima protječu sredstva razlikuju se prema dimenzijama odnosno prema *primarnoj dimenziji* u odnosu na *sekundarna tržišta* te u dimenziji *tržišta novca* u odnosu na *tržišta kapitala*. Na primarnim tržištima korisnici sredstava prikupljaju sredstva i to putem novih emisija financijskih instrumenata, a također stoji mogućnost raspolaganja novim projektima ili proširenim proizvodnim potrebama.<sup>4</sup>

Korisnici sredstava izdaju vrijednosne papire na vanjskim primarnim tržištima kako bi dobili dodatna sredstva dok se nove emisije financijskih instrumenata prodaju početnim dobavljačima i to sredstvima, npr. kućanstvima, u zamjenu za sredstva tj. novac koja izdavač ili korisnik zapravo treba. Nakon što se na *primarnim tržištima* izdaju financijski instrumenti, na *sekundarnim* se tržište njima dalje trguje odnosno ponovno ih se kupuje i prodaje. Ekonomski subjekti odnosno potrošači, poduzetnici i sl., na sekundarnom se financijskom tržištu javljaju kao kupci vrijednosnih papira. S druge strane, prodavatelji su oni ekonomski subjekti koji na sekundarnim tržištima trebaju financijska sredstva. Dakle, *sekundarna tržišta*

---

<sup>2</sup>Orsag, S., Dedi, L., Tržište kapitala- udžbenik za ekonomske škole, prvo izdanje, Alka script d.o.o., Zagreb, 2014., str. 10.

<sup>3</sup>Sabolić, D., Financijska tržišta II., Organizacija financijskih tržišta, FER, Sveučilište u Zagrebu, Zagreb, 2013., str. 263.

<sup>4</sup>Saunders, A., Millon Cornett, M., Financijska tržišta i institucije, Moderno viđenje, drugo izdanje, Poslovni dnevnik, Masmedia, Zagreb, 2006., str. 4.

zapravo su *centralizirana tržišta* na kojima ekonomski subjekti brzo prodaju, a prodaja je djelotvorna.

Financijsko tržište obavlja alokaciju akumulacije odnosno štednje i to u cilju njezine najefikasnije upotrebe u proizvodnji. Značaj i uloga financijskih tržišta mogu se posmatrati i kroz sljedeće funkcije koje ova tržišta obavljaju:<sup>5</sup>

- ▢ funkcija povezivanja,
- ▢ alokativna funkcija,
- ▢ funkcija razvoja,
- ▢ funkcija efikasnosti,
- ▢ funkcija određivanja cijene financijskih sredstava,
- ▢ funkcija smanjenja troškova,
- ▢ funkcija pouzdanosti.

**Slika 1 - Podjela financijskih tržišta**



Izvor: Orsag, S., Dedi, L., Tržište kapitala- udžbenik za ekonomske škole, prvo izdanje, Alka script d.o.o., Zagreb, 2014., str. 12.

<sup>5</sup>Tasić, Z., Karakteristična obilježja i značaj finansijskog tržišta, Pravno-Ekonomske Pogledi, vol.3, 2012., str. 3.



## 2.1. TRŽIŠTE KAPITALA

Tržište kapitala je tržište na kojem se trguje instrumentima dugoročnog duga, roka dospijeca godinu dana ili duže, kao i instrumentima vlasničkih udjela. Vrijednosti tržišta kapitala drže financijskih posrednici - osiguravajuće kompanije, mirovinski fondovi itd., te se kod takvih posrednika javlja nesigurnost što se tiče povrata sredstava odnosno onih sredstava koja će biti dostupna u budućnosti.<sup>6</sup> Instrumentima tržišta novca trguje se više nego dugoročnim vrijednosnicama, pa su ti instrumenti likvidniji, odnosno kratkoročne vrijednosnice bilježe manje promjene cijena nego dugoročne vrijednosnice što ih čini sigurnijima za ulaganja. U užem smislu tržište kapitala je tržište dugoročnih vrijednosnih papira dok je u najužem smislu sekundarno tržište dugoročnih vrijednosnih papira.

Kao jedna od najvažnijih funkcija tržišta kapitala ističe se *vođenje aktivne trgovine*, a sve u cilju toga da bi investitori u svakome trenutku mogli kupiti ili prodati vrijednosne papire po cijenama koje se vrlo malo razlikuju od njihove prvobitne kupovne cijene. Upravo se temeljem stalnosti takve trgovine povećava cirkulacija vrijednosnih papira kojima se trguje, a tržište kapitala, samo po sebi, olakšava utvrđivanje cijena tih vrijednosnih papira.<sup>7</sup>

Visinu cijene, kao što je i spomenuto, određuju zakoni ponude i potražnje na tržištu, a kada je tržišna vrijednost vrijednosnih papira javno oglašena, tada informacije moguće pomoći državi u što uspješnijoj spoznaji o svojim financijskim resursima.

Na tržištu kapitala potiču se nova ulaganja i to u onoj mjeri koja omogućuje relativnolakše trgovanje vrijednosnim papirima na sekundarnom tržištu. Također, investitori i ostali kojikupuju vrijednosne papire, osjećati će se spremnijima da slobodna novčana sredstva ulažu dalje uvrijednosne papire te na taj način financiraju ekonomskih razvoj (poduzeća). Za tržište kapitala može se reći da je ono svojevrsna samoregulirajuća financijska organizacija koja nadgleda integritet svojih članova, a unutarnjom revizijom štiti od nepoštena trgovini razmjene. Dakle, pravnim subjektima s kredibilitetom omogućuje se prikupljanje kapitala, a za

---

<sup>6</sup>Mishkin. F. S., Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta, osmo izdanje, Zagrebačka škola ekonomije i managementa, MATE d.o.o., Zagreb, 2010., str. 27.

<sup>7</sup>Ivanović, Z., Financijski menadžment, Financijski menadžment, Hotelijerski fakultet Opatija, Sveučilište u Rijeci, Opatija, 1997., str. 363.



uzvrat izdajusevrijednosni papiri što znači da kapital (novac stvoren na tržištu kapitala) ima osnovnu svrhu i ulogu odnosno isti se koristi u investicijske svrhe.<sup>8</sup>

Tržište kapitala, uz pomoć niza instrumenata „usisava“ raspačanu štednju i „upumpava“ je u gospodarski život, raspoređujući je istovremeno između raznih proizvodnih činitelja i gospodarskih sektora.<sup>9</sup>

U tržište kapitala spada tržište dugoročnih kredita kao i tržište dugoročnih vrijednosnih papira. Tržište dugoročnih vrijednosnih papira ili *open market* dijeli se na *primarno i sekundarno tržište*, dok se samo sekundarno tržište dijeli na burze i OTC<sup>10</sup> tržišta.

### 2.1.1. Primarno tržište

*Primarno tržište* je financijsko tržište na kojem poduzeća ili državne jedinice, koja posuđuju sredstva od prvih kupaca, prodaju nove emisije vrijednosnica, poput obveznica i dionica. Primarna tržišta vrijednosnica javnosti nisu dovoljno poznata jer se prodaja vrijednosnica prvim kupcima često odvija iza zatvorenih vrata. Primarna tržišta su tržišta na kojima korisnici sredstava (npr. korporacije) prikupljaju sredstva putem novih emisija financijskih instrumenata, poput dionica i obveznica. Korisnici sredstava raspolažu novim projektima ili proširenim proizvodnim potrebama, no nemaju dovoljno sredstava koja sami stvaraju (npr. zadržana dobit) da bi podržali te potrebe. Stoga isti sredstava izdaju vrijednosne papire na vanjskim primarnim tržištima da bi dobili dodatna sredstva.<sup>11</sup>

Odobranje kredita korporacijama, kućanstvima, potrošačima, državi i financijskim institucijama također spada u transakcije primarnog tržišta. Posebno značenje na primarnom tržištu imaju informacije o bonitetu emitenta vrijednosnica te o rejtingu samog poduzeća. Izdavanjem vrijednosnih papira na primarnom tržištu uz pomoć investicijske banke, korisnik

---

<sup>8</sup>Klačmer Čalopa, M., Cingula, M., Financijske institucije i tržište kapitala, TIVA Tiskara Varaždin, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, 2009., str. 54.

<sup>9</sup>Prohaska, Z., Upravljanje vrijednosnim papirima, Infoinvest, Zagreb, 1994., str. 8.

<sup>10</sup>OTC - krat. od engl. *over-the-counter market*, njem. *OTC market, Freiverkehr*) ili OTC-tržište - izvanburzovna prodaja dionica na sekundarnom tržištu vrijednosnih papira. OTC tržište neuključuju fiksno mjesto trgovanja i u pravilu podrazumijevaju labaviju organizaciju, informacijsku strukturu i pravila trgovanja.

<sup>11</sup>Op.cit., Mishkin. F. S., Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta, osmo izdanje, Zagrebačka škola ekonomije i managementa, MATE d.o.o., Zagreb, 2010., str. 19.

sredstava smanjuje rizik i troškove samostalnog stvaranja tržišta. Umjesto javne ponude, prodaja na primarnom tržištu može imati oblik privatnog plasmana. Uz pomoć privatnog plasmana izdavača vrijednosnih papira pokušava pronaći institucionalnog kupca kao što je mirovinski fond, ili skupinu kupaca radi kupovine cijele emisije.<sup>12</sup>

Privatni plasman vrijednosnih papira tradicionalno je među najmanje likvidnim vrijednosnim papirima koji žele ili mogu kupiti i zadržati samo najveće financijske institucije ili institucionalni ulagači. Financijski instrumenti primarnog tržišta obuhvaćaju emisiju dionica tvrtki koje su prvotno bile javne - dopuštaju da se njihovim dionicama po prvi put javno trguje na tržištu dionica. Takva prva javna izdavanja zovu se *inicijalne javne ponude (dalje: IPO)*.<sup>13</sup>

Zanimljiv primjer u analizi efikasnosti tržišta pokazuje analiza dugoročnih relativnih performansa prvih javnih ponuda u američkoj praksi izdanih u razdoblju 1970. do 1990.<sup>14</sup> Za velik broj IPO –a utvrđeno je da ih inicijalni, najčešće institucionalni ulagači kupuju bitno podcijenjene u usporedbi s cijenom po kojoj bi se moglo njima trgovati. Podcjenjivanje se odražava u naglom skoku cijene koji se događa na dan kada se dionicama prvi put trguje na javnim tržištima, što u prosjeku uključuje početni prinos od 20 posto.

Takav skok cijena uvelike je povezan uz optimizam malih ulagača koji interes inicijalnih institucionalnih ulagača procesiraju kao informaciju o „kvalitetnoj dionici“. Međutim, ulagačka javnost može biti preoptimistična u pogledu budućnosti tih poduzeća, ili u najmanju ruku sklona vjerovati u vlastite sposobnosti korištenja arbitraže kao brzo potezne sprave za proizvodnju novca, dok u isto vrijeme IPO-i nerijetko pokazuju slabije performanse u narednih pet godina nakon emisije, od performansa sličnih poduzeća iste veličine kod kojih emisija nije bila prisutna.

U relativno nedavnoj povijesti Hrvatske prve javne ponude obilježile su zbivanja na financijskom tržištu predstavljajući čimbenik koji je potaknuo hrvatsku javnost da se okrene

---

<sup>12</sup>Op.cit., Saunders, A., Millon Cornett, M., Financijska tržišta i institucije, Moderno viđenje, drugo izdanje, Poslovni dnevnik, Masmedia, Zagreb, 2006., str. 3.-4.

<sup>13</sup>Op.cit., Sabolić, D., Financijska tržišta II., Organizacija financijskih tržišta, FER, Sveučilište u Zagrebu, Zagreb, 2013., str. 264.

<sup>14</sup>Ivanov, M., Utjecaj psiholoških čimbenika na djelotvornost financijskih tržišta, Ekonomski fakultet, Sveučilište u Zagrebu, Zagreb, 2008., str. 5.

ulaganju u dionice, nauče ponešto o burzi i trgovanju vrijednosnim papirima. U dionice INA-e investiralo je 44 tisuće građana sa ukupno 1,55 milijardi kuna. Cijena jedne dionice iznosila je 1.860,00 kuna, a optimalan paket koštao 38 000 kuna. Prvog dana trgovanja 01.12.2006. cijena je maksimalno narasla na 2.500,00 kuna (rast od 48%), da bi na kraju prvoga dana zaustavila se na 2.170,00 kuna. U prvih sat vremena dionicom se trgovalo s nešto više od 100.000.000 kuna prometa.<sup>15</sup>

Drugi zanimljiv slučaj predstavlja dionica Magme koja je 06.08.2007. na prvi dan trgovanja iskusila rast od 57,6% u odnosu na cijenu iz javne ponude. U prvih sat vremena trgovanja tom je dionicom ostvareno 14,2 milijuna kuna prometa i protrgovano 40 000 dionica.<sup>16</sup>

Primjer koji je posebno odjeknuo u Republici Hrvatskoj je dionica T-HT-a koja je prvi dan trgovanja 5.10.2007. završila s cijenom 47,2% višom od one u IPO-u, iako je tijekom dana najveći zabilježen rast cijene i od 58%.<sup>17</sup> Odaziv građana za ulaganjem u dionice T-HT-a nadišao je sva ranija očekivanja analitičara. Veličina i stabilnost poslovanja T-HT-a malim ulagačima bio je dovoljna garancija za kupnju i zanemarivanje rizika koje ulaganje te posebice zaduživanje sa svrhom kupovine dionice donosi. Na ulicama, u tramvaju, televiziji, mogle su se čuti izjave građana po pitanju budućeg kretanja cijene dionice: „Očekujemo da će se cijene udvostručiti već za mjesec dana“. Uz težnju za „lakom zaradom“ i shvaćanje burze kao „sprave za proizvodnju novca“, pohlepa građana bila je temeljni motiv za njihovo nezadovoljstvo ostvareno zaradom od „svega“ cca 40%. Upozorenja kao što su „Nemojte zaboraviti da je ulaganje u dionice rizično te da vam nitko ne jamči povrat novca“, ljudi su olako doživljavali i ignorirali, da bi tek nekoliko mjeseci kasnije zahtijevali očitovanje države zbog čega nije ostvaren „veći“ rast te kako je moguće da cijena na tržištu pada.

Pad optimizma u pogledu kupovine IPO-a pokazao se značajno kod dionice Atlantic grupe koja je nedugo nakon emisije T-HT u prvom danu trgovanja zabilježila cijene niže od inicijalne.<sup>18</sup> Gubitak na IPO-u Atlantic grupe građenima je pokazao da osim uspjeha ulaganje u IPO može donijeti i gubitak, odnosno da i u okviru prve javne ponude cijena dionice može biti „napuhana“, što se kasnije protumačilo kao glavni razlog neuspjeha. Početkom siječnja

---

<sup>15</sup>Ibidem., str. 6.

<sup>16</sup>Ibidem.

<sup>17</sup>Ibidem.

<sup>18</sup>Ibidem.



2008. krenula je prodaja IPO-a Optima Telekom-a, koja je prvi dan trgovanja zabilježila maksimalan rast od 4% da bi dan završila na kupovnoj cijeni iz IPO-a.<sup>19</sup>

### 2.1.2. Sekundarno tržište

Sekundarno tržište je financijsko tržište na kojem se prethodno izdani vrijednosni papiri mogu preprodati.<sup>20</sup> Njima se trguje odnosno ponovno ih se kupuje i ponovno prodaje na sekundarnim tržištima. Kupci vrijednosnih papira na sekundarnom tržištu su ekonomski subjekti s viškom sredstava, a prodavatelji financijskih instrumenata su ekonomski subjekti kojima trebaju sredstva.<sup>21</sup>

Kada individualni investitor kupi vrijednosni papir na sekundarnom tržištu, osoba koja je prodala papir zauzvrat dobiva novac, no poduzeće koje je izdalo vrijednosnicu ne dolazi do novih sredstava. Izdavači vrijednosnih papira nisu izravno uključeni u prijenos sredstava ili instrumenata na sekundarnom tržištu. Izdavač dobiva informacije o trenutačnoj tržišnoj vrijednosti svojih financijskih instrumenata, a time i vrijednosti korporacije praćenjem cijena po kojima se na sekundarnom tržištu trguje njezinim financijskim instrumentima. Korporacija dolazi do novih sredstava samo kada se njezini vrijednosni papiri po prvi put prodaju na primarnom tržištu. Sekundarna tržišta imaju dvije važne funkcije. Prvo, olakšavaju prodaju financijskih instrumenata radi dolaženja do novca, odnosno zbog njih su financijski instrumenti likvidniji.

Na sekundarnim tržištima se omogućuje unovčenje ranijih ulaganja, tj. likvidnost investitora uz relativno stabilne izvore financiranja za emitenta. Osiguranje likvidnosti je osnovna funkcija sekundarnog tržišta bez kojeg bi funkcioniranje primarnog tržišta bilo dovedeno u pitanje. Zbog nelikvidnosti i veće neizvjesnosti u slučaju da svoja potraživanja ne mogu unovčiti na sekundarnom tržištu, investitori bi bili neskloni ulaganju sredstava u ovakve vrijednosnice,

---

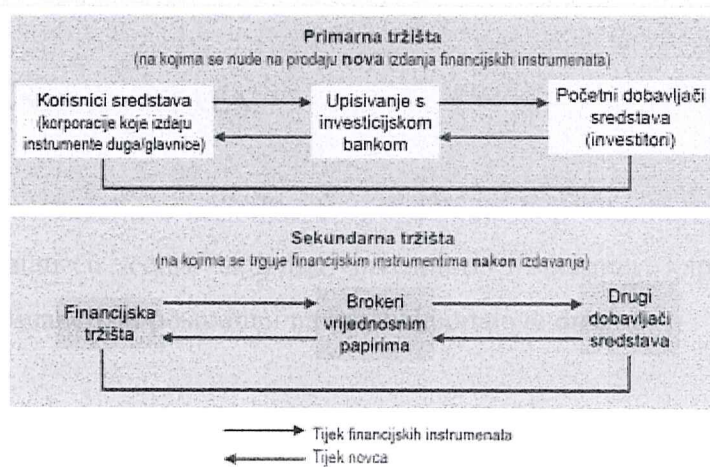
<sup>19</sup>Ibidem.

<sup>20</sup>Op.cit., Mishkin. F. S., Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta, osmo izdanje, Zagrebačka škola ekonomije i managementa, MATE d.o.o., Zagreb, 2010., str. 18.

<sup>21</sup>Op.cit., Saunders, A., Millon Cornett, M., Financijska tržišta i institucije, Moderno viđenje, drugo izdanje, Poslovni dnevnik, Masmedia, Zagreb, 2006., str. 5.

što bi se uveliko odrazilo na obujam primarnog tržišta. Kretanja na sekundarnom tržištu najvažniji su pokazatelji za korporacije koje izdaju vrijednosne papire. Ta kretanja i informacije o cijenama omogućavaju izdavačima ocjenu uspješnosti korištenja sredstava nastalih iz financijskih instrumenata koje su već izdali te daje informacije o potencijalnoj uspješnosti ponuda duga ili dionica koje će slijediti u prikupljanju dodatnog novca.

**Slika 2 - Ključne razlike u kolanju sredstava na primarnom i sekundarnom tržištu**



Izvor: Sabolić, D., *Financijska tržišta II.*, Organizacija financijskih tržišta, FER, Sveučilište u Zagrebu, Zagreb, 2013., str. 263.

## 2.2. PRIKUPLJANJE KAPITALA

Na tržištu kapitala sučeljava se veliki broj sudionika koji formiraju ponudu i potražnju, amogu se razvrstati u četiri skupine: investitori i vlasnici kapitala, poduzetnici i korisnicikapitala, financijski posrednici na tržištu kapitala te država.

Primarni izdavatelji vrijednosnica na tržištu kapitala su savezne vlade, lokalne vlasti i korporacije. Savezna vlada izdaje dugoročne obveznice da bi financirali investicijske projekte, kao što su izgradnja škola i zatvora. Vlade nikad ne izdaju dionice jer ne mogu

prodati pravavlasništva. Korporacije izdaju i obveznice i dionice. Jedna od najtežih odluka s kojima suočava neko poduzeće jest treba li financirati svoj rast zaduživanjem ili emisijom kapitala.

Raspored kapitala tvrtke između duga i temeljnog kapitala je njena struktura kapitala. Korporacije mogu ući na tržišta kapitala jer nemaju dovoljno kapitala da financiraju svoje prilike za ulaganje. Kao alternativu tvrtke mogu odabrati ulazak na tržište kapitala jer žele sačuvati svoj kapital za podmirenje neočekivanih potreba. U oba slučaja dostupnost efikasnim tržištima kapitala ključna je za kontinuirano zdravlje poslovnog sektora. Najveći kupci vrijednosnica tržišta kapitala su kućanstva. Često pojedinci i kućanstva polažu sredstva u financijske institucije, kao što su investicijski i mirovinski fondovi, koji koriste sredstva u kupnju instrumenata tržišta kapitala kao što su obveznice i dionice.<sup>22</sup>

Vrijednosnice tržišta kapitala dijele se u tri kategorije:

- ▮ *obveznice,*
- ▮ *dionice i*
- ▮ *hipoteke.*

### **2.2.1. Obveznice**

*Obveznice* su dugoročne obveze koje izdaju korporacije i vladine jedinice. Obveznice su jednavrsta zajma, prilikom uzimanja zajma zajmoprimac izdaje potvrdu na temelju koje investitor stvaruje pravo na kamate prema unaprijed određenoj kamatnoj stopi, i obvezuje se do određenog roka u budućnosti vratiti i glavicu iskazanu, u nominalnim ili realnim terminima. Ono prema čemu se prikupljanje novca obveznicama razlikuje od drugih vrsta zajmova je to što su one prenosive. Banka obično vodi normalan zajam usvojim knjigama sve dok sene otplati, pa stoga postoji trajna veza između zajmoprimca i zajmodavca (banke). S

---

<sup>22</sup>Op.cit., Mishkin. F. S., Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta, osmo izdanje, Zagrebačka škola ekonomije i managementa, MATE d.o.o., Zagreb, 2010., str. 242.



drugestrane, prvi kupac obveznice (investitor) ne mora stalno čuvati je do dospijeca. Može je prodati drugoj osobi ili instituciji uz pretpostavku da postoji prikladno sekundarno tržište.<sup>23</sup>

Obveznicama su vrijednosnice koje predstavljaju dug izdavatelja ulagaču. Obveznice obvezuju izdavatelja da plati određeni iznos na određeni datum, uglavnom sa periodičnom isplatom kamata. Tržište obveznica se dijeli na tržište vladinih i korporacijskih obveznica. Tržište vladinih obveznica dijeli se na tržište državnih, municipalnih i tržište obveznica raznih državnih agencija.

Državne obveznice predstavljaju najsigurnije ulaganje, s obzirom da je malo vjerojatno da će država bankrotirati. Ujedno je kamatna stopa na državne obveznice najmanja i predstavlja pokazatelj i početnu kamatnu stopu na sve ostale obveznice. Američka vlada emitira obveznice na točno određene rokove i na točno određene datume tijekom godine. Tako postoje u slučaju SAD-a obveznice na rok od dvije godine, a izdaju se mjesečno, zatim obveznice na rok od pet godina koje se izdaju kvartalno i obveznice na rok od 10 godina, koje se također izdaju kvartalno. Do 2002. godine američka je vlada izdavala i obveznice na rok od 30 godina (polugodišnje), no ukinula je navedenu emisiju kako bi smanjila dugoročne kamate stope - ako nema tih obveznica, tada će potražnja za obveznicama na rok od 5 ili 10 godina porasti, čime raste tržišna cijena, a smanjuje se kamatna stopa.

Municipalne obveznice ili obveznice lokalnih vlasti su vrijednosnice koje izdaju lokalne - općinske, županijske i državne vlasti. Municipalne obveznice su dug lokalnih jedinica vlasti i one nose nešto više kamatne stope od državnih, jer predstavljaju rizičnije ulaganje. U Americi, svi nivoi lokalnih jedinica vlasti koriste isključivo municipalne obveznice za financiranje svojih projekata. Korporacijske obveznice emitiraju se na rokove od 10 do 30 godina, a kamatne stope uglavnom su fiksne, sa polugodišnjom isplatom. Postoje dvije vrste municipalnih obveznica - *opće obveznice i prihodne obveznice*.

Opće obveznice nemaju neka određena sredstva kao osiguranje, niti je neki izvor prihoda određen za njihovu otplatu. Umjesto toga, njih podupire dobra volja i bonitet izdavatelja. To

---

<sup>23</sup>Foley, B.J., Tržišta kapitala, Mate d.o.o., Zagreb, 1998., str. 38.

znači da izdavatelj obećava da će iskoristiti svaki mogući izvor da bi otplatio obveznicu kako je obećano.

### 2.2.2. Dionica

*Dionica* je vlasnički vrijednosni papir odnosno idealan udio u vlasništvu kompanije izdavatelja istog. Koliki udio predstavlja, ovisi o ukupnom broju izdanih dionica. Dvije su glavne vrste dionica – *redovne i povlaštene*. Razlikuju se prema pravima koja vlasnik stječe njihovom kupovinom. Dioničar posjeduje postotak udjela u poduzeću, u skladu sa postotkom držanih dionica. To vlasništvo je različito od vlasništva obveznice koja ne daje nikakav udio u vlasništvu već potvrđuje da je vlasnik kreditor poduzeća. Premda sve korporacije izdaju obične dionice, mnoge ne nude povlaštene. Oba tipa dionica nude investitorima dvodijelnu stopu povrata. Prvi dio je kapitalna dobit ako se tijekom vremena cijena dionice poveća, a drugi dio je periodična, obično tromjesečno, isplata dividende dioničaru. Često ulagači ostvare prinos iz oba izvora. Dividende povlaštenih dionica obično su unaprijed određene po fiksnoj stopi, dok dividende običnih dionica variraju tijekom vremena i stoga su nesigurnije.<sup>24</sup>

Povrati su manje sigurni budući da se dividende mogu lako promijeniti, a nitko ne jamči povećanje cijena dionica. Unatoč rizicima, moguće je zaraditi mnogo novca ulaganjem u dionice, dok je to vrlo malo vjerojatno kada se ulaže u obveznice. Dionice su riskantnije od obveznica, budući da dioničari imaju niži prioritet od vlasnika obveznica kada je poduzeće u neprilikama. Vlasništvo dionica daje dioničarima prava rezidualnih vjerovnika. Dioničari imaju prava na sva sredstva i zaradu preostalu nakon što su namireni ostali vjerovnici. Ako ništa ne preostane, ništa i ne dobiju.

Kao što je već spomenuto, postoje dvije vrste dionica, *preferencijalne i obične ili redovite*. Udjel običnih dionica u poduzeću predstavlja vlasnički udjel u tom poduzeću. Obični dioničari glasuju, primaju dividende i nadaju se da će cijena njihovih dionica porasti. Postoje različiti razredi običnih dionica. Obično ih se obilježava kao tip A, tip B i tako dalje. Nažalost

---

<sup>24</sup>Op.cit., Saunders, A., Millon Cornett, M., Financijska tržišta i institucije, Moderno viđenje, drugo izdanje, Poslovni dnevnik, Masmedia, Zagreb, 2006., str. 220.



tip ne predstavlja standardizirano značenje koje bi vrijedilo u svim tvrtkama. Razlike među tipovima uglavnom uključuju ili distribuciju dividendi ili glasačka prava. Važno je da ulagač u dionice zna točno koja prava idu uz udjel u dionice o kojemu razmišlja.

*Primarna emisija dionica* ili drugih vrijednosnica, poput korporacijskih obveznica, obavlja se putem investicijskih banaka. Te institucije savjetuju emitenta financijskog instrumenta, npr. kompaniju koja prikuplja novac, o parametrima emisije vrijednosnica, kao što su količina i jedinična cijena, itd. One također nalaze početne kupce, npr. građane koji su spremni uložiti svoj višak sredstava u poslovne poduhvate emitenta, te organiziraju javne ponude za početnu kupovinu novih vrijednosnih papira. Investicijske banke, dakle, imaju posredničku ulogu na primarnom tržištu vrijednosnica.

Kad je riječ o izdavanju korporacijskih dionica na primarnom tržištu, razlikujemo dva tipa javnih ponuda:<sup>25</sup>

- ▮ inicijalna javna ponuda (dalje: IPO), engl. *InitialPublicOffer*, u kojoj javna korporacija po prvi puta javno emitira svoje dionice, puštajući tako investitore s javnog tržišta u svoju vlasničku strukturu;
- ▮ izdavanje dodatnih dionica, pri kojemu poduzeće čijim dionicama se već trguje izdaje nove, dakle, dodatne dionice.

U načelnom smislu, između ove dvije ponude nema suštinskih razlika.

Ukoliko investicijska banka nastoji pronaći jednog ili nekoliko institucionalnih kupaca, npr. mirovinski ili investicijski fondovi, korporacije, za čitavu planiranu emisiju novih vrijednosnica, ne dolazi do javne ponude, nego do realizacije tzv. privatnog plasmana financijskog instrumenta.

Na *sekundarnim financijskim tržištima* trguje se već izdanim vrijednosnim papirima. Naime, svaki vrijednosni papir ima neku tržišnu cijenu, i on kao takav predstavlja imovinu u rukama

---

<sup>25</sup>Op.cit., Sabolić, D., *Financijska tržišta II.*, Organizacija financijskih tržišta, FER, Sveučilište u Zagrebu, Zagreb, 2013., str. 264.

njegovoga vlasnika. Vlasnici financijskih instrumenata mogu ih prodavati, a zainteresirani kupci kupovati, na sekundarnim tržištima.

Svakako treba zamijetiti da sam emitent vrijednosnice nema od sekundarne trgovine njegovim vrijednosnicama niti izravan dobitak, niti izravan gubitak. Onje emisijom vrijednosnica na primarnom tržištu prikupio financijski kapital, i sasekundarnom trgovinom nema više ništa osim iznimno, ako kompanija otkupljuje vlastite dionice s tržišta. Međutim, kompanija koja je emitirala svojedionice ima jednu veliku neizravnu korist od sekundarne trgovine - *informacijao tržišnoj vrijednosti dionice* na burzi daje kompaniji jasnu indikaciju kolikaje njena tržišna vrijednost u očima potencijalnih investitora. Ta vrijednost, koja je načelno jednaka umnošku jedinične cijene dionice i broja dionica na tržištu, naziva se *kapitalizacijom tržišta*.<sup>26</sup>

Prodavatelji financijskih instrumenata na sekundarnom tržištu su ekonomski subjekti koji trebaju novac. Kupci financijskih instrumenata na sekundarnom tržištu su ekonomski subjekti koji žele uložiti višak novca. Posrednici u toj trgovini zovu se brokeri.<sup>27</sup>

Brokerske usluge daju se i na tržištima novca, i na tržištima kapitala, a svode se na trgovanje u ime pojedinaca koji žele sudjelovati kupnjom ili prodajom na određenom financijskom tržištu. Pojedinaac kontaktira sa svojim brokerom, a ononda prosljeđuje nalog svojem predstavniku na burzi. U zadnje vrijeme velike brokerske kuće razvijaju elektroničke brokerske usluge, koje su u pogledu vremena izvršenja transakcije i brokerskih troškova superiorne u odnosu na klasičnu brokersku uslugu, u sličnom smislu u kojemu je primjer elektroničko/internetsko bankarstvo spretnije i jeftinije od čekanja uredovima ispred bankovnih šaltera.

Suvremena sekundarna tržišta su centralizirana i vrlo učinkovita, pa akteri smanjuju transakcijske troškove i štede vrijeme koje bi se potrošilo u traženju kupaca i optimizaciji kupoprodajnih uvjeta. Neka od najpoznatijih sekundarnih tržišta dionica na svijetu su:<sup>28</sup>

☞ Njujorška burza vrijednosnica, NYSE, engl. *New York Stock Exchange*,

---

<sup>26</sup>Ibidem.

<sup>27</sup>Ibidem., str. 265.

<sup>28</sup>Ibidem.

- ▣ Tržište NASDAQ, engl. *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*.

U Hrvatskoj je tržište dionica organizirano na *Zagrebačkoj burzi*.

Njujorška burza je svjetski najpoznatije organizirano tržište dionica, smješteno u Wall Streetu u New Yorku. Na njoj kotira oko 2.700 različitih dionica. AMEX burza smještena je također u New Yorku, a na njoj kotira oko 800 izdanja manjih kompanija koje su od određenog nacionalnog interesa. Pravila trgovanja su istakao na njujorškoj burzi. Dolarski volumen američke burze iznosi nekoliko postotaka (tipično 6 %) od volumena njujorške burze.

Na njujorškoj burzi u trgovini sudjeluju sljedeći akteri:<sup>29</sup>

- ▣ broker investitoratj. onih koji kupuju ili prodaju dionice na burzi,
- ▣ broker uz proviziju - predstavnik investitorovog brokera na burzi,
- ▣ broker na parketu - koji radi za svoj račun,
- ▣ specijalist, engl. *specialist*, koji ima ulogu kreatora tržišta, engl. *market maker*, te njegov pomoćnik, koji stoji na mjestu trgovanja, engl. *trading spot*.

Kreator tržišta ima ulogu definiranja tržišta za svaku dionicu koja kotira na burzi. Premda postoje kompanije koje obavljaju poslove kreatora tržišta, za svaku pojedinu dionicu zadužena je jedna osoba – specijalist, koja se brine o pravilnom utvrđivanju tržišne cijene dionice, te o stabilizaciji tijeka naloga za trgovinu uslučajevima velikog debalansa ponude i potražnje za dionicom.

Na burzi se događaju tri osnovna tipa transakcija:<sup>30</sup>

- ▣ brokeri trguju u ime investitora po tržišnoj cijeni prema nalogima po tržištu,
- ▣ specijalisti izvršavaju naloge s ograničenjem,
- ▣ specijalisti obavljaju transakcije za svoj račun.

---

<sup>29</sup>Ibidem.

<sup>30</sup>Ibidem., str. 265.-266.



*Nalog po tržištu*<sup>31</sup> je nalog kojega investitor zadaje svojem brokeru s ciljem ostvarivanja transakcije po najboljoj raspoloživoj tržišnoj cijeni, kada nalog dođe do mjesta trgovanja. Takav nalog izvršava broker uz proviziju, ili broker na parketu.

*Nalog s ograničenjem*<sup>32</sup> je nalog za transakciju samo po određenoj ili povoljnijoj cijeni. Po primitku takvog naloga, broker uz proviziju ili broker na parketu realizirat će transakciju ako je ona povoljnija od ograničene cijene. Ako ograničena cijena nije dovoljno blizu trenutnoj tržišnoj cijeni na mjestu trgovine, engl. *spot price*, broker neće satima ili danima čekati da dođe do izjednačenja tržišne i ograničene cijene, nego će upisati nalog u knjigu naloga na mjestu trgovine, kod specijalistovog pomoćnika. Specijalist će izvršiti taj nalog kada i ako se tržišna cijena izjednači s ograničenjem. Postoji i varijanta naloga s ograničenjem koja je vremenski ograničena. Takav nalog čeka na izvršenje u knjizi naloga dok se ne izjednače tržišna i ograničena cijena, ili dok ne istekne rok valjanosti takvog naloga.

Ponekad specijalist mora vršiti transakcije s dionicom kreator čijeg je tržišta, kako bi stabilizirao tijekove naloga i, posljedično tome, cijenu, u slučajevima kada je to potrebno zbog npr. veće neravnoteže u ponudi i potražnji dionice. Specijalisti obično ne trguju s više od 10 % od mase dionica.

*Načelo utvrđivanja tržišne cijene dionica* - specijalist dobiva ponude za kupnju dionice, sa specificiranim količinom i jediničnom cijenom. Isto tako, on dobiva ponude za prodaju iste dionice, pri čemu također svaki zainteresirani prodavač daje ponudu izraženu količinom i jediničnom cijenom. „Krivulja ponude“ dionice konstruira se tako da se sve pristigle ponude poredaju prema rastućoj cijeni. Isto tako, „krivulja potražnje“ konstruira se redanjem svih ponuda za kupnju prema padajućoj cijeni. „Presjek“ te dvije krivulje daje trenutnu spot cijenu, koja čisti tržište. To znači da se pri toj cijeni izjednačuje ukupna količina dionica koje su prodavači spremni prodati ponjoj s ukupnom količinom dionica koje su kupci spremni kupiti upravo po toj cijeni.<sup>33</sup>

---

<sup>31</sup>Ibidem.

<sup>32</sup>Ibidem.

<sup>33</sup>Ibidem.

NASDAQ tržište je prvo svjetsko elektroničko tržište dionica koje nekotiraju na centraliziranim burzama, nego se trže u izravnim pogodbama kupaca i prodavača. Taj tip tržišta naziva se tržištem preko šaltera - OTC, engl. *OvertheCounter*.<sup>34</sup> OTC tržišta nemaju fizičko mjesto trgovanja, a NASDAQ-ov sustav omogućuje elektroničku kupoprodaju dionica na svjetskoj razini. Na NASDAQ-u dominiraju dionice tehnološkog sektora. Trenutno NASDAQ sadrži više pojedinačnih dionica nego njujorška burza, a u jednom kratkom razdoblju, krajem devedesetih godina, premašio je i dolarski volumen NYSE-a. Međutim, slom tehnološkog sektora u prvim godinama ovoga stoljeća vratio je njujorškoj burzi primat tržišta dionica s najvećim volumenom trgovine na svijetu.

*Indeksi tržišta dionica* su indeksi ponderiranih prosjeka trenutnih tržišnih vrijednosti odabranog skupa dionica. Najvažniji indeksi su:

- ▢ Dow Jones,
- ▢ NYSE kompozitni indeks,
- ▢ Standard and Poor's 500 indeks,
- ▢ NASDAQ kompozitni indeks.

U Hrvatskoj se prati indeks Zagrebačke burze, CROBEX. Indeksi tržišta dionica daju vrijedne informacije ulagačima o općoj ulagačkoj klimi, tj. o očekivanim tržišnim kretanjima čitavog tržišta. S obzirom da najveći broj dionica više ili manje slijedi indekse, oni predstavljaju osnovne orijentire privatnim kupcima ili prodavačima dionica.

Možda svjetski najpoznatiji indeks tržišta dionica zove se *Dow Jones industrijski prosjek*, a obilježava se kao DJIA, engl. *Dow Jones Industrial Average*, ili samo kao Dow.<sup>35</sup> On je nastao kao ponderirani prosjek dionica po izboru uredništva časopisa *The Wall Street Journal*, koji je u vlasništvu *Dow Jones & Co.* DJIA je prvi puta dizajniran 1896. godine, kao prosjek dvanaest industrijskih dionica, biranih prema kriteriju veličine i stabilnog rasta kompanija, koje su kao takve zanimljive potencijalnim investitorima. 1928. je Dow proširen na trideset industrijskih

---

<sup>34</sup>Ibidem.

<sup>35</sup>str. 267.

dionica, a zadnja korekcija popisa dionica u sastavu ovoga indeksa obavljena je 1999., nakon čega Dow u svojem sastavu ima dionice sljedećih kompanija:<sup>36</sup>

AT&T, Aluminium Company of America, American Express, Boeing, Caterpillar, Citigroup, Coca-Cola, DuPont, Eastman Kodak, Exxon Mobile, General Electric, General Motors, Hewlett-Packard, Home Depot, Honeywell, IBM, Intel, International Paper, Johnson & Johnson, J.P. Morgan, McDonald's, Merck, Microsoft, Minnesota Mining & Manufacturing, Phillip Morris, Procter & Gamble, SBC Communications, United Technologies, Wal-Mart, Walt Disney.

Pravila trgovanja na tržištima dionica, kao i pravila koja se odnose na emitente izdanja dionica i korporacijskih obveznica, čvrsto su regulirana, zbog osiguranja primjerene razine povjerenja u poslovna izvješća korporacija i izbjegavanja različitih oblika koruptivnog ponašanja. Regulatorne agencije koje nadgledaju poštivanje pravila trgovanja na tržištima vrijednosnica postoje u zemljama u kojima su organizirana takva tržišta.

Njihov djelokrug može se proučiti na stranicama sljedećih institucija:<sup>37</sup>

- HANFA - Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, nadzire trgovinu vrijednosnih papira u Republici Hrvatskoj, [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr),
- ATVP, slov. *Agencija za trg vrednostnih papirjev*, slovenska državna Agencija za tržište vrijednosnica, [www.a-tvp.si](http://www.a-tvp.si),
- SEC, engl. *Security Exchange Commission* - Komisija za trgovinu vrijednosnicama je američki federalni regulator za burze vrijednosnica, [www.sec.gov](http://www.sec.gov),
- FSA, engl. *Financial Services Authority* - Uprava za financijske usluge britanski je regulator financijskih tržišta, [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk),
- BaFin, njem. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* - Savezna uprava za nadzor financijskih usluga, [www.bafin.de](http://www.bafin.de).

---

<sup>36</sup>Ibidem.

<sup>37</sup>Ibidem.



### 2.3. ŠPEKULACIJA, HEDGING I ARBITRAŽA

Na deviznom tržištu se obavljaju različiti poslovi, odnosno različite prodaje, kupnje pa i pozajmljivanja valuta. Upravo zbog te različitosti svaki posao sklopljen i obavljen na deviznom tržištu treba promatrati zasebno.

Svi poslovi na deviznom tržištu svode se na različite oblike prodaje, kupnje i, ponekad, pozajmljivanja deviza. Zbog toga je svaki ugovor sklopljen na deviznom tržištu potrebno promatrati kao zaseban posao. Najčešći ugovori su:<sup>38</sup>

- ▢ *spot* ugovor,
- ▢ *forward* ugovor,
- ▢ *futures* ugovor,
- ▢ opcijski ugovor,
- ▢ valutni *swap*,
- ▢ devizni *swap*.

Ipak, poslove na deviznom tržištu korisnije je razvrstati, pa tako osim jednostavnih poslova kao što je:<sup>39</sup>

- ▢ kupoprodaja deviza za potrebe uvoza i izvoza roba i usluga,
- ▢ kupoprodaja deviza radi doznaka u inozemstvo i iz inozemstva,
- ▢ kupoprodaja deviza radi prijenosa dobiti iz inozemstva i u inozemstvo,
- ▢ kreditiranje na deviznom tržištu,

postoje i složeniji, te stoga za analizu i zanimljiviji poslovi, primjerice:<sup>40</sup>

- ▢ intervencije na deviznom tržištu,
- ▢ devizna i kamatna arbitraža,
- ▢ devizna špekulacija,

---

<sup>38</sup>Koški, D., Međunarodni financijski menadžment, Ekonomski fakultet u Osijeku, Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera, Osijek, 2013., str. 11.

<sup>39</sup>Ibidem., str. 12.

<sup>40</sup>Ibidem.

📄 pokrivanje rizika – *Hedging*.

### 2.3.1. Špekulacije

*Spot* tržište, *forward* tržište i *futures* tržište predstavljaju načine trgovanja pojedinaca i kompanija. *Spot* tržište je tržište gdje se valute kupuju i prodaju po trenutnoj cijeni. Ono je najpopularnije tržište za špekulante i investitore. Kada se govori o *forexu*, najčešće se to odnosi na *spot* tržište. Za razliku od *spot* tržišta, na *forward* i *futures* tržištima se trguje ugovorima koji reprezentiraju pravo na određenu valutu, po točno određenoj cijeni i datumu izvršavanja transakcije. Tako se na *forward* tržištu ugovori kupuju i prodaju preko OTC, između dvije strane koje same dogovaraju uvjete ugovora. Na *futures* tržištima ugovori se kupuju i prodaju u standardiziranim iznosima i datumima izvršenja na burzama roba.<sup>41</sup>

Devizne špekulacije ili špekulacije na deviznom tržištu kupnje su ili prodaje deviza provedene s ciljem zarade na temelju promjena deviznih tečajeva u budućnosti. Iako su češće na *forward* deviznom tržištu, devizne špekulacije mogu se provoditi i na *spot* deviznom tržištu.<sup>42</sup>

Na *spot* deviznom tržištu, špekulant može kupiti devize u sadašnjosti i čekati rast *spot* deviznog tečaja u budućnosti. Ukoliko se njegova očekivanja ostvare, on će, prodajom deviza dobiti više jedinica domaće valute, nego što je u početku morao dati za njihovu kupnju, pa će na taj način zaraditi. U suprotnom, ako *spot* devizni tečaj u budućnosti padne, špekulant će izgubiti.<sup>43</sup>

Na *forward* deviznom tržištu, špekulacije su tehnički složenije. Špekulant može očekivati rast *spot* deviznog tečaja u nekom budućem razdoblju, primjerice za tri mjeseca, u odnosu na današnji *forward* devizni tečaj koji vrijedi za isto to razdoblje, pa će u sadašnjosti, po *forward* deviznom tečaju, kupiti devize. Nakon tri mjeseca, kad mu prodavatelj isporuči ugovoreni iznos deviza, špekulant će iste prodati na *spot* deviznom tržištu. Ukoliko su se

<sup>41</sup>Buterin, D. i dr., Mogućnosti i rizici investiranja na *Forex* tržištu, Zbornik Veleučilišta u Rijeci, Vol. 2 (2014), No. 1, pp. 77-90, Rijeka, 2014., str. 79.

<sup>42</sup>Op.cit., Koški, D., Međunarodni financijski menadžment, Ekonomski fakultet u Osijeku, Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera, Osijek, 2013., str. 19.

<sup>43</sup>Ibidem.



njegova očekivanja glede rasta *spot* deviznog tečaja ostvarila, on će zaraditi, a u protivnom će izgubiti.<sup>44</sup>

Obrnuto, ako špekulant očekuje pad *spot* deviznog tečaja u budućnosti, na primjer za tri mjeseca, u odnosu na *forward* devizni tečaj koji za isto to razdoblje vrijedi danas, on će ugovoriti prodaju deviza po *forward* deviznom tečaju. Po isteku ugovorenog roka, špekulant će na *spot* deviznom tržištu kupiti devize i isporučiti ih kupcu. Ako *spot* devizni tečaj u tom trenutku bude doista niži od ugovorenog *forward* tečaja, špekulant će zaraditi, dok će u suprotnom izgubiti.

*Primjer:*<sup>45</sup>

Ako je *forward* tečaj eura za 30 dana  $1 \text{ €} = 1,1 \text{ \$}$ , a devizni špekulant očekuje da će *spot* tečaj eura za 30 dana biti veći, primjerice  $1 \text{ €} = 1,2 \text{ \$}$ , on će sklopiti *forward* ugovor o kupnji eura. U slučaju da *spot* devizni tečaj nakon 30 dana doista bude u skladu s očekivanjima, špekulant će eure kupljene *forward* ugovorom prodati na *spot* tržištu i zaraditi  $0,1 \text{ \$}$  po jednom euru. No, ukoliko *spot* tečaj eura za 30 dana padne, primjerice na  $1 \text{ €} = 1 \text{ \$}$ , špekulant će morati ispuniti ugovornu obvezu po *forward* ugovoru, što znači da će platiti eure skuplje nego što bi u tom trenutku mogao na *spot* tržištu.

U slučaju da je *forward* tečaj eura za 30 dana  $1 \text{ €} = 1,1 \text{ \$}$ , a devizni špekulant očekuje da će *spot* tečaj eura za 30 dana biti manji, primjerice  $1 \text{ €} = 0,9 \text{ \$}$ , on će sklopiti *forward* ugovor o prodaji eura. Ako *spot* devizni tečaj nakon 30 dana zaista bude prema očekivanjima, špekulant će eure kupiti na *spot* tržištu, isporučiti ih u skladu s *forward* ugovorom i zaraditi  $0,2 \text{ \$}$  po jednom euru. No, ukoliko *spot* tečaj eura za 30 dana naraste, primjerice na  $1 \text{ €} = 1,2 \text{ \$}$ , špekulant će izgubiti, jer će na *spot* tržištu platiti eure skuplje nego što ih je *forward* ugovorom prodao.

Razgraničavajući pojmovno, kupnja deviza po *forward* deviznom tečaju s ciljem njihove kasnije prodaje po većem, *spot* tečaju, naziva se duga pozicija - *long position*. S druge strane, prodaja deviza po *forward* deviznom tečaju kako bi se u budućnosti kupile po nižem, *spot*

---

<sup>44</sup>Ibidem.

<sup>45</sup>Ibidem.

tečaju, zove se kratka pozicija - *short position*. Nadalje, povećavajući ponudu deviza u trenutku

njihove aprecijacije deviznog tečaja špekulanti djeluju stabilizirajuće na tečaj, pa se takve špekulacije nazivaju stabilizirajuće špekulacije. Obrnuto, povećavanjem potražnje za devizama

u uvjetima aprecijacije deviznog tečaja špekulanti će djelovati destabilizirajuće na tečaj. U tom

slučaju, riječ je o destabilizirajućim špekulacijama.<sup>46</sup>

*Forex* predstavlja najlikvidnije tržište na svijetu s dnevnim prometom koji trenutno premašuje 5,3 trilijuna američkih dolara.<sup>47</sup> Uobičajene transakcije na *forex* tržištu odnose se na kupovinu određenog iznosa jedne valute plaćanjem određenog iznosa druge valute, ovisno o tečaju koji se neprekidno mijenja. Omogućavanjem konverzije valuta, *forex* tržište olakšava međunarodnu trgovinu i investicije. Zbog neprestanog mijenjanja tečaja, *forex* tržište vrlo je pogodno za špekulativne i arbitražne poslove.<sup>48</sup>

*Forex*tržište čine komercijalne banke, centralne banke, financijske institucije i fondovi. Procjenjuje se da je oko 80 % *forex* transakcija *špekulativne naravi*, što bi značilo da onaj tko je valutu kupio ili prodao nema, zapravo, namjeru tu istu valutu preuzeti ili isporučiti nego isključivo ostvariti zaradu na trenutnom kretanju i kolebanju cijena. Time se naročito bave *hedge* fondovi koji se bave posuđivanjem i trgovanjem milijardama dolara. Banke su važne za *forex* tržište i jer olakšavaju poslove između dviju strana i špekuliraju s valutama,<sup>49</sup> što često čini značajan udio njihovih prihoda.

*Forex* tržište u hrvatskoj javnosti postalo je poznato kada je jedan zaposlenik nekadašnje Riječke banke trgovanjem i špekuliranjem na međunarodnom deviznom tržištu izgubio veliki novac i gotovo doveo banku do stečaja. Nastala je panika koju su najbolje oslikavali redovi uplašениh štediša koji su satima čekali ispred poslovnica banke. Banka je ubrzo potom prodana stranom investitoru i prestala postojati pod dotadašnjim imenom. Ovaj je događaj,

---

<sup>46</sup>Ibidem., str. 20.

<sup>47</sup>Op.cit., Buterin, D. i dr., Mogućnosti i rizici investiranja na *Forex* tržištu, Zbornik Veleučilišta u Rijeci, Vol. 2 (2014), No. 1, pp. 77-90, Rijeka, 2014., str. 78.

<sup>48</sup>Ibidem.

<sup>49</sup>Ibidem., str. 81.

osim gašenja imena banke i redova pred šalterima, doveo i do stvaranja negativnoga stava u javnosti prema špekuliranju na deviznom tržištu.<sup>50</sup>

### 2.3.2. Hedging

Hedging je posao kojim se sudionik deviznog tržišta štiti od očekivane nepovoljne promjene deviznog tečaja.<sup>51</sup>

Izloženost deviznom riziku – otvorena pozicija – je dvojaka: sudionik deviznog tržišta koji ima obvezu denominiranu u stranoj valuti izložen je opasnosti gubitka u slučaju rasta deviznog tečaja, dok je sudionik deviznog tržišta s potraživanjem denominiranim u stranoj valuti izložen opasnosti gubitka u slučaju pada deviznog tečaja.

Dakako, oba sudionika žele se zaštititi od rizika promjene deviznog tečaja. To mogu učiniti kako na *spot*, tako i na *forward* deviznom tržištu.

Na *spot* deviznom tržištu, sudionik koji ima obvezu izraženu u stranoj valuti može posuditi iznos koji duguje u domaćoj valuti, konvertirati ga u stranu, te uložiti u banku i zaraditi kamate. O dospeljeću obveze, sudionik će povući sredstva iz banke, podmiriti dug izražen u stranoj valuti, te iz vlastitih, u međuvremenu zarađenih sredstava, vratiti posuđeni iznos, naravno uz kamate. U tom slučaju trošak hedginga je razlika između kamata isplaćenih na posuđena sredstva i kamata dobivenih na sredstva uložena u banku. Dakako, promatrani sudionik može isto učiniti i s vlastitim sredstvima.

Ukoliko sudionik na deviznom tržištu ima potraživanje izraženo u stranoj valuti, on može posuditi devize u iznosu potraživanja, konvertirati ih u domaću valutu, uložiti u banku i zaraditi kamate. O dospeljeću potraživanja, on će vratiti posuđene devize. I u ovom slučaju trošak hedginga bit će razlika između aktivnih i pasivnih kamata.

---

<sup>50</sup>str. 83.

<sup>51</sup>Op.cit., Koški, D., Međunarodni financijski menadžment, Ekonomski fakultet u Osijeku, Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera, Osijek, 2013., str. 20.



Međutim, provedba hedginga na *spot* deviznom tržištu nepovoljna je za sudionike zbog vezivanja vlastitih sredstava, ili nužnosti posudbe tuđih. Zato se hedging češće provodi na *forward* deviznom tržištu.<sup>52</sup>

Na *forward* deviznom tržištu, sudionik s obvezom denominiranom u stranoj valuti sklopit će *forward* ugovor o kupnji deviza na rok dospijeća i u iznosu obveze. Ako spot devizni tečaj u trenutku podmirenja obveze bude viši od ugovorenog *forward* tečaja, sudionik se uspješno zaštitio od rizika. No, u slučaju nižeg spot deviznog tečaja od ugovorenog *forward*, sudionik bi

bolje prošao da nije pokrивao rizik.

Ukoliko sudionik ima potraživanje denominirano u stranoj valuti, prodat će, temeljem *forward* ugovora, na rok dospijeća i u iznosu potraživanja, devize. Ako spot devizni tečaj u trenutku naplate potraživanja bude viši od ugovorenog *forward*, sudioniku bi bilo bolje da nije pokrивao rizik. Međutim, ako spot devizni tečaj bude niži, sudionik može biti zadovoljan uspješnom zaštitom od nepovoljne promjene deviznog tečaja.

### 2.3.3. Arbitraža

Jedan od temeljnih pojmova u financijama je arbitraža koja se definira kao istovremena kupnja i prodaja iste ili slične vrijednosnice na dva različita tržišta za povoljnu razliku u cijenama. Teorijski gledano, takva arbitraža ne zahtijeva kapital i ne predstavlja rizik. U analizi tržišta vrijednosnih papira standardne ekonomije arbitraža ima ključnu ulogu vraćanja cijena na njihovu temeljnu vrijednost i održavanja učinkovitosti tržišta.<sup>53</sup>

Međutim, ako se uzme u obzir da investitori većinom nisu racionalni, arbitraža više nije tako jednostavna. Promatranjem ponašanja iracionalnih investitora na tržištu vrijednosnica, mnogi znanstvenici su uvidjeli kako su postupci arbitraža ograničeni te zbog toga često skupi, rizični

---

<sup>52</sup>Ibidem.

<sup>53</sup>Shleifer, A. & Vishny, R. W., The Limits of Arbitrage, The Journal of Finance, Vol. 52, No. 1, 1997., str. 35.

i ponekad neizvedivi. Ograničenja nastaju jer cijene imovine na tržištu nisu ekvivalentne njihovim temeljnim vrijednostima što potiče razne rizike.<sup>54</sup>

Arbitraža je riskantna zbog nepredvidljivih poteza iracionalnih investitora koji mogu uzrokovati razlike u cijenama. Arbitražeri ponekad moraju prerano likvidirati svoje arbitražne pozicije i zbog toga trpe gubitke. Stoga, kad je rizik arbitraže veći, mogućnosti arbitraže su manje atraktivne i ograničene. Također, troškovi transakcija mogu ometati aktivnosti arbitraže i smanjiti njenu profitabilnost.<sup>55</sup>

Dva su važna oblika devizne arbitraže - arbitraža s dvije valute i arbitraža s tri valute koja se često naziva i *triangularna arbitraža*.

Devizna arbitraža s dvije valute posao je pri kojem se deviza kupuje po nižem deviznom tečaju na jednom mjestu, te istodobno prodaje po višem deviznom tečaju na drugom mjestu, kako bi se zaradila dobit.

*Primjer:*<sup>56</sup>

Neka je u Republici Hrvatskoj  $1 \text{ €} = 7,5 \text{ kn}$ , a u Republici Austriji  $1 \text{ €} = 8 \text{ kn}$ . U ovome slučaju arbitražer može kupiti euro u Republici Hrvatskoj za 7,5 kn i istodobno ga prodati u Republici Austriji za 8,0 kn, te tako zaraditi 0,5 kn.

Deviznu arbitražu s tri valute ili triangularnu arbitražu također je prikladno opisati primjerom:<sup>57</sup>

Neka je:

$$1 \$ = 1 \text{ €}$$

---

<sup>54</sup>Yoshinaga, C. & Borges Ramalho, T., Behavioral Finance in Brazil: applying the prospect theory to potential investors, *Revista Brasileira de Gestao de Negocios*, Vol. 16, No. 53, 2014., str. 599.

<sup>55</sup>WeI, K. C. J. & Lam, E., Limits to Arbitrage and the Asset Growth Anomaly, *Journal of Financial Economics*, Vol. 102, No. 1, 2011., str. 9.

<sup>56</sup>Op.cit., Koški, D., Međunarodni financijski menadžment, Ekonomski fakultet u Osijeku, Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera, Osijek, 2013., str. 14.

<sup>57</sup>Ibidem., str. 14.-15.

$$1 \$ = 100 Y$$

tada bi trebalo biti:

$$1 € = 100 Y.$$

No, ukoliko je  $1 € = 120 Y$ , tada će se arbitražeru isplatiti, umjesto izravne kupnje japanskog jena za američki dolar, najprije konvertirati američki dolar za euro, a nakon toga euro za japanski jen. Poslije arbitraže, arbitražer je za 1 \$ dobio 120 Y, a ne 100 Y koliko bi dobio izravnom kupnjom na deviznom tržištu. Prodajom zarađenih 120 Y na deviznom tržištu arbitražer dobiva 1,2 \$, što znači da je od jednog američkog dolara triangularnom arbitražom zaradio 0,2 dolara, odnosno 20 %.<sup>58</sup>

U oba slučaja devizne arbitraže vidljivo je povećanje potražnje za jeftinijom valutom, uz istodobno smanjenje potražnje za skupljom valutom. Na taj način arbitražeri utječu na izjednačavanje deviznih tečajeva diljem deviznog tržišta.<sup>59</sup>

---

<sup>58</sup>Str. 15.

<sup>59</sup>Ibidem.

### 3. KRATKA PRODAJA

*Kratka prodaja, eng. short sell*, je špekulativna operacija koja se provodi u očekivanju pada cijene vrijednosnih papira. Investitor posuđuje dionice ili druge vrijednosne papire od brokera i prodaje ih kako bi ih otkupio prema očekivanom padu njihovih cijena i, nakon što ih vrati brokeru, zaradio na padu cijena vrijednosnih papira.<sup>60</sup>

Ako ulagači smatraju da će cijena neke dionice u budućnosti porasti, oni kupe tu dionicu i drže ju dok ne dođe do povećanja. Tada ju mogu prodati uz profit i ostvariti dobit za svoj trud. Što se može poduzeti ako ulagač smatra da će cijena dionice u budućnosti pasti? Rješenje se nalazi u kratkoj prodaji ili kraćenju, engl. *short sell*.<sup>61</sup>

Ova strategija ulaganja se zove *short selling* jer investitor ulazi u *short poziciju* tj. u trenutku prodaje je „kratak“ za iznos prodanih dionica i mora ih kupiti jeftinije kako bi namirio transakciju jer u suprotnom ne zarađuje, dapače može i izgubiti ako cijena dionica poraste i do vremena do kad mora namiriti transakciju ne kupi i isporuči dionice.<sup>62</sup>

Prema kratkoj prodaji zahtjev ulagača jest da posudi vrijednosni papir od brokerskog društva te ih prodaje kako bi ih otkupio prema očekivanom padu njegove cijene, i nakon što vrati brokeru vrijednosni papir ostvaruje zaradu na padu cijene. Predstavlja špekulativnu operaciju jer se provodi u cilju očekivanja pada cijene vrijednosnog papira. Kratka prodaja omogućuje

---

<sup>60</sup><http://www.agram-brokeri.hr/default.aspx?id=33033>, (10.04.2018.)

<sup>61</sup>Mishkin, F.S., Eakins, S.G., Financijska tržišta + institucije, Mate d.o.o., Zagreb, 2005., str. 578.

<sup>62</sup>Dobrojević, G., Regulatori stabiliziraju financijska tržišta, članak objavljen 25.09.2008., <https://burza.com.hr/portal/regulatori-stabiliziraju-financijska-trzista/4185>, (11.04.2018.)



da se iskoristi prednost smanjenja cijene dionica, dok prednost izvršnog i limitiranog naloga je iskorištavanje rasta cijena dionica.<sup>63</sup>

Prema Uredbi o kratkoj prodaji pred investitore postavlja sljedeće zahtjeve vezano uz kratku prodaju dionica na osnovi nastanka statusa neispunjavanja obveza (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, 2016.) *fizička ili pravna osoba može ugovoriti kratku prodaju dionice ako je takva prodaja pokrivena posudbom dionice, sporazumom o posudbi ili ako investitor ima dogovor s trećom stranom na temelju kojeg treća strana potvrđuje da je dionica raspoloživa – dakle, nepokrivene*<sup>64</sup> *kratke prodaje dionica su zabranjene.*

### 3.1. ZNAČAJKE KRATKE PRODAJE - *SHORT SELLING*

*Kratka prodaja zahtjeva da ulagač posudi dionice od brokerske kuće te ih proda isti dan, obećavši da će nadoknaditi posuđene dionice kupujući ih u budućnosti.*<sup>65</sup>

Uzmimo da smo upravo isprobali novo APPLE prijenosno računalo te došli do zaključka da će njegova prodaj biti loša (1995. APPLE je morao povući s tržišta svoja POWER BOOK računala kako bi otklonio serijske probleme). Možemo zaključiti da će kad ostatak tržišta sazna za loš proizvod dionice tvrtke APPLE početi padati. Da bi iskoristili situaciju možemo naložiti svom brokeru da skрати 100 dionica APPLE, a broker tada može posuditi 100 dionica od drugog ulagača u naše ime i prodati ih po trenutnoj tržišnoj cijeni – naravno, nismo vlasnik tih dionica. One su samo posuđene te ćemo u nekom budućem razdoblju mi biti obvezni kupiti tih 100 dionica po novoj tržišnoj cijeni kako bi ih vratili. Ako smo bili u pravu i cijena dionica tvrtke APPLE padne, kupit ćemo dionice po nižoj cijeni od cijene koju smo dobili kad smo ih prodali pa ćemo ostvariti dobit. Ako nismo bili u pravu i cijena dionica poraste, pretrpjet ćemo gubitak.<sup>66</sup>

---

<sup>63</sup>Op.cit., Mishkin, F.S. i Eakins, S., Financijska tržišta + institucije, 4. izdanje, MATE d.o.o., Zagreb, 2005., str. 578.

<sup>64</sup>Zakon o provedbi uredbe o kratkoj prodaji, NN br. 54/2013, čl. 12., *Nepokrivena kratka prodaja dionica odnosi se na dionice koje su uvrštene na mjesta trgovanja u Europskoj uniji, neovisno radi li se o transakciji koja se sklapa na mjestu trgovanja ili izvan mjesta trgovanja.*

<sup>65</sup>Op.cit., Mishkin, F.S., Eakins, S.G., Financijska tržišta + institucije, Mate d.o.o., Zagreb, 2005., str. 578.

<sup>66</sup>Ibidem.



Izvršni i uvjetni nalozi omogućuju iskorištavanje rasta cijena dionica dok *kratka prodaja* omogućuje da iskoristimo prednosti smanjenja cijena dionica. Analitičari prate broj *kratkih pozicija* koje su zauzete u odnosu na pojedinu dionicu kao pokazatelj broja ulagača koji smatraju da će se cijena spomenute dionice u budućnosti smanjiti.

Na slici 3 prikazano je kako stručnjak za dionice odgovara na različite vrste naloga.<sup>67</sup>

Slika 3 – Korištenje knjige uvjetnih naloga

Korištenje knjige uvjetnih naloga			
Uzmimo da ste trgovac na Njujorškoj burzi te stručnjak odgovoran za dionice tvrtke Circuit City. Knjiga uvjetnih naloga može npr. izgledati ovako:			
Neispunjeni uvjetni nalozi za Circuit City			
Nalog za kupovinu		Nalog za prodaju	
37	100		
37 1/2	300		
37 3/4	100		
		37 1/2	200
		37 1/2	500
		37 3/4	100
Pod naslovom "nalog za kupovinu" navedene su najviše cijene koje su ulagači voljni platiti za tu dionicu. Pod naslovom "nalog za prodaju" navedene su najniže cijene po kojima su vlasnici dionica Circuit City voljni prodati svoje dionice. Trenutno se ne odvijaju nikakve transakcije jer nema preklapanja ili zajedničkih cijena. Drugim riječima, trenutačno nitko nije voljan prodati dionice tvrtke Circuit City po cijeni koju je za njih netko voljan platiti.			
Sad zamislimo da je spomenuti stručnjak primio izvršni nalog za kupovinu novih 200 dionica, nalog koji treba ispuniti po najboljoj trenutno dostupnoj cijeni. Stručnjak pregledava stupac u kojem se nalaze nalozi za prodaju te ispunjava nalog po cijeni od 37 3/4.			
Zatim dobiva uvjetni nalog da proda dionice po 37 1/2 i opet prema stupcu u kojem se nalaze nalozi za kupovinu ispunjava nalog za 100 dionica po cijeni od 37 1/4 i 200 dionica po cijeni od 37 3/4. Zatim zamislite da je stigao nalog da kupi 500 dionica po cijeni od 36 3/4. Budući da za tu cijenu nema naloga za prodaju, nalog se upisuje u knjigu pa stanje u knjizi naloga izgleda ovako:			
Neispunjeni uvjetni nalozi za Circuit City			
Nalog za kupovinu		Nalog za prodaju	
36 3/4	500		
37	100		
37 1/4	300		
		37 1/2	500
		37 3/4	100

Izvor: Mishkin, F.S., Eakins, S.G., Financijska tržišta + institucije, Mate d.o.o., Zagreb, 2005., str. 579.

<sup>67</sup>Ibidem.

*Short selling* je prodaja onih dionica koje investitor nema u trenutku prodaje.<sup>68</sup>

U praksi to znači da se u trenutku transakcije događa sljedeće:<sup>69</sup>

investitor A smatra kako će cijena dionice neke kompanije X padati, on može čekati pad cijene i kupiti dionice te opet čekati kako bi na budućem porastu cijene tih dionica ostvario zaradu. Međutim, može si skratiti čekanje na pad pa ponovni porast cijene na način da proda dionice koje nema i kad im cijena padne kupi ih jeftinije od cijene po kojoj je prodao, te namiri svoju obvezu isporuke dionice iz prodajne transakcije, a razliku novca zadrži za sebe. Na primjer, zamislimo da naš investitor A prodaje dionice kompanije X investitoru B po cijeni od 100 kn po dionici u transakciji velikoj 10.000 dionica ili ukupne vrijednosti milijun kuna. Investitor A smatra kako će cijena dionica X padati pa ulazi u tzv. kratku poziciju i prodaje 10.000 komada dionica X koje uopće niti nema po cijeni od 100 kn.

Ako pođemo od pretpostavke da je investitor A bio u pravu i da će cijena dionica X padati, recimo da je pala do pred kraj tog dana na 93 kune po dionici. Investitor A je npr. ujutro prodao po cijeni od 100 kuna i ima obvezu isporučiti 10.000 dionica kompanije X i za to dobiti 100 kuna za dionicu dakle ukupno milijun kuna. Pred kraj dana, budući da je cijena pala na 93 kune za dionicu, on kupuje svojih 10.000 komada dionica kompanije X za 930.000 kuna i isporučuje ih kupcu, investitoru B, kojem je ujutro prodao po 100 kuna. Kako je kupio za 930.000 kuna nešto što je ranije već prodao za milijun kuna i sad samo mora nabaviti prodanu količinu od 10.000 komada, kupujući ih po 93 kune tj. za ukupno 930.000 kuna, *investitor A ostvaruje zaradu od 70.000 kuna ili prinos od oko 7.5%.*<sup>70</sup>

Zabranom *short sellinga* regulator ustvari hladi one koji stalnim prodajama u nadi da će tržište još padati samo sve više ruše cijene dionica.<sup>71</sup>

---

<sup>68</sup>Op.cit., Dobrojević, G., Regulatori stabiliziraju financijska tržišta, članak objavljen 25.09.2008., <https://burza.com.hr/portal/regulatori-stabiliziraju-financijska-trzista/4185>, (11.04.2018.)

<sup>69</sup>Ibidem.

<sup>70</sup>Ibidem.

<sup>71</sup>Ibidem.

Kratka prodaja je jedan od najosjetljivijih predmeta na financijskim tržištima. U teškim vremenima, oni koji se bave kratkom prodajom uglavnom su krivci zbog pada cijena dionica.<sup>72</sup>

Kratke prodaje specifičnih dionica su zabranjene ili vrlo ograničene u većini zemalja tokom financijske krize od 2007.-2010.. Ipak, mnoge Europske zemlje su zabranile kratke prodaje financijskih dionica, kada su njihove cijene pale, 11. rujna 2011. godine. Međutim, gledajući druge strane mnogi smatraju da kratke prodaje doprinose učinkovitosti financijskih tržišta i ograničavaju mnoge štetne utjecaje. Tako se pokušava dati ispravan odgovor na pitanje da li je kratka prodaja potrebna u vremenu financijske krize ili treba istu izbjegavati. Naime, kratka prodaja se može postići bilo eksplicitno ili implicitno. Tržišni akteri mogu zahtijevati kratke prodaje kako bi što prije mogli ispuniti potrebe kupaca i kako bi mogli osigurati potrebnu likvidnost tržišta. Također, potrebno je dodatno identificirati glavne učesnike uključene u kratku prodaju.<sup>73</sup>

U periodu zabrane kratke prodaje vodile su se rasprave o tome koliko ona utječe na financijsko tržište i poduzeća, gledajući to sa obje strane gledišta, i onih koji su protiv kratke prodaje i onih koji su pristalice kratke prodaje. Ova rasprava između različitih stranaka je bila tako reći žestoka, upravo zbog toga što su se iznijeli različiti argumenti koji su doprinijeli teorijskoj i empirijskoj analizi s različitih perspektiva gledišta - informativne učinkovitosti - temeljna cijena dionica, kvalitete na tržištu i operativne učinkovitosti.

Kratka prodaja - *short selling*, bila je zabranjena tijekom krize financijskih tržišta 2008. godine. Zabrane su uvedene u SAD-u, Evropi i još nekoliko drugih država. U drugoj polovici 2008. godine najmanje 17 država je potpuno zabranilo ili ograničilo kratke prodaje. Kratka prodaja osigurava zaradu uz pad indeksa i uz obimne transakcije može dovesti do pada burze.

Omogućavanje kratke prodaje dionica - *short-selling*, donijet će prijeko potreban pozitivan iskorak domaćem tržištu kapitala, smatraju neki analitičari. Akademске studije na ovu temu su objasnile da zabrana kratke prodaje, u najboljem slučaju, ne utječe na nivo cijena

---

<sup>72</sup>Hendershott, T., i dr., The intended and collateral effects of Short-sale bans as a regulatory tool, Journal Of Investment Management, Vol. 11, No. 3, (2013), pp. 5–13, 2013., str. 5.

<sup>73</sup>Ibidem.



dionica, iu najgorem može doprinijeti njihovom padu. U SAD-u ova zabrana je završila već 8. listopada 2008. godine, za razliku od drugih zemalja kao što su Australija, Irska, Norveška, Holandija i Južna Koreja, gdje su se ove zabrane zadržale do drugog tromjesečja 2009. godine. Zabrane kratke prodaje su rezultirale širokim i stalnim zabranama naked *short selling*, koja postaje trajna u SAD-u 17. rujna 2008.<sup>74</sup>

U kolovozu 2011. godine Belgija, Francuska, Italija i Španija ponovno su nametnule zabranu kratke prodaje. Francuska i Italija, kako bi stabilizirale situaciju na burzi,<sup>75</sup> privremeno su zabranile kratku prodaju za koju se smatra da može produbiti krizu, dok su Španija i Belgija također najavile da će to učiniti. Regulatori ove četiri zemlje EU su donijele tu zabranu zbog dramatičnog pada vrijednosti dionica europskih banaka, posebno u Italiji i Francuskoj.<sup>76</sup>

**Tablica 1- Popis zabranjenih financijskih dionica**

Belgium	France	Italy	Spain
Ageas Dexia KBC Group KBC Ancora	April Group Axa BNP Paribas CIC CNP Assurances Crédit Agricole Euler Hermès Natixis Paris Ré Scor Société Générale	Azimet Holding Banca Carige Banca Finnat Banca Generali Banca Ifis Banca Intermobiliare Banca Monte Paschi di Siena Banca Popolare Emilia Romagna Banca Popolare Etruria e Lazio Banca Popolare Milano Banca Popolare Sondrio Banca Profilo Banco di Desio e Brianza Banco di Sardegna Rsp Banco Popolare Cattolica Assicurazioni Credito Artigiano Credito Emiliano Credito Valtellinese Fondiaría – Sai Generali Intesa Sanpaolo Mediobanca Mediolanum Milano Assicurazioni Ubi Banca Unicredit Unipoland Vittoria Assicurazioni.	Banca Cívica, S.A. Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. Banco de Sabadell, S.A. Banco de Valencia Banco Español de Crédito, S.A. Banco Pastor, S.A. Banco Popular Español, S.A. Banco Santander, S.A. Bankia, S.A., Bankinter, S.A. Bolsas y Mercados Españoles, S.A. Caixabank, S.A. Caja de Ahorros del Mediterráneo Grupo Catalana de Occidente, S.A. Mapfre, S.A. Renta 4 Servicios de Inversion, S.A.

<sup>74</sup>SEC Halts Short Selling of Financial Stocks to Protect Investors and Markets, <https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm>, (15.04.2018.)

<sup>75</sup>Felix, L., i dr., The 2011. European Short Sale Ban: A Cure or a Curse?, Journal of Financial Stability, Vol. 25, 2016., str. 2.

<sup>76</sup>Ibidem.



Izvor: Felix, L. i dr., The 2011. European Short Sale Ban: A Cure or a Curse?, Journal of Financial Stability, Vol. 25, 2016., str. 31.

Europska agencija za vrijednosne papire i tržišta kapitala (dalje: ESMA) je 11. rujna izjavila da je ova zabrana stupila na snagu kako bi se smanjile zloupotrebe financijskih tržišta. Širenje lažnih informacija na financijskom dovodi do neracionalnih odluka prodaje imovine, što povećava rizik od zaraze i ugrožava financijsku stabilnost, od čega se regulatori zapravo žele zaštititi.

### 3.2. KONTRAKCIJA KRATKE PRODAJE (SHORT SQUEEZE)

Osnovni princip short strategije podrazumijeva prodaju nečega što u danom trenutku nemate, i to po skupljoj cijeni, a robu isporučite nakon što je nabavite po jeftinijoj cijeni, dok razlika između nabavne i prodajne cijene daje bruto profit. Opisani mehanizam na domaćem tržištu kapitala još uvijek nije zaživio a ključna prepreka je niska razina likvidnosti, ali zato već desetljećima, uz ova ili ona ograničenja, funkcionira na razvijenim financijskim tržištima.

Riječ je zapravo o prilično jednostavnom konceptu koji investitorima omogućuje da igraju na pad vrijednosti određene aktive, vjerujući kako će do termina isporuke cijena instrumenata koje su prodali biti niža od cijene po kojoj je ugovorena prodaja. Naravno, ključna stvar u cijeloj priči je zatvaranje pozicije i isporuka financijskog instrumenta, koju je potrebno obaviti u ugovorenom roku, bez obzira na cijenu. Ukoliko je cijena u međuvremenu porasla, rezultat je - gubitak.

I time dolazimo do fenomena *short squeeze*,<sup>77</sup> koji se javlja kada traženog instrumenta, potrebnog da bi se zatvorila pozicija i obavila isporuka, naprosto - nema. Odnosno, nema u dovoljnim količinama koje bi osigurale stabilnu cijenu. Obzirom se isporuka i zatvaranje pozicije moraju obaviti bez obzira na okolnosti, u takvim situacijama ulagači koji su

---

<sup>77</sup>Ulagaci gube interes za oklade na bankrot Grčke i/ili raspad EMU, Mario Gatar, članak objavljen 10.03.2010., <https://www.jutarnji.hr/biznis/financije-i-trzista/ulagaci-gube-interes-za-oklade-na-bankrot-grcke-i-ili-raspad-emu/2232701/>, (17.04.2018.)

primijenili short strategiju pristaju i na znatno višu cijenu, uvjetovanu slabijom ponudom ili većom potražnjom.

Jedan od recentnijih i poznatijih primjera masovnog *short squeeze* fenomena dogodio se krajem listopada 2008. godine, kada se veliki broj ulagača kladio na pad Volkswagena, čime se cijena dionica, uslijed velikog broja *short pozicija*, ili još jednostavnije, pritiska prodavatelja, u svega tjedan dana gotovo - prepolovila. Međutim, investitori koji su uočili drastične razmjere primjene short strategije u Frankfurtu pripremili su pesimistima fatalnu klopku, marljivo sakupljajući dionice automobilske diva, nakon čega je uslijedio stampedo u kojem su se mnogi opekli. Jer u pokušaju da se domognu dionica koje su unaprijed prodali, ulagači su bili prisiljeni ponuditi uistinu nevjerojatnu premiju kako bi se domogli dotičnih dionica i zatvorili svoje pozicije. Brojne promatrače i medije je danima zabavljala ta epizoda jer se u svega nekoliko dana, i to u jeku globalne krize, kada se vrijednost burzovnih indeksa doslovno urušavala, cijena dionica Volkswagena gotovo – upeterostručila, sa 200 na 1000 eura.

## 4. BITNE KARAKTERISTIKE KUTA

### 4.1.BITNE KARAKTERISTIKE KUTA

*"Korniranje tržišta"* odnosi se na proces stjecanja dovoljno dionica određene sigurnosti ili imovine s namjerom ilegalnog manipuliranja njegovom cijenom.<sup>78</sup>

Pretpostavimo da želite profitirati od zakretanja na tržištu tvrtke XYZ. Prvo, počnete zalihe dionica XYZ-a. Stalna kupnja gura vrijednost dionica. Rastuće cijene će privući više kupaca, a potražnja će dodatno potaknuti cijene, uzrokujući višu cijenu spirale. Kratki prodavači su izbačeni s tržišta "kratkim pritiskom", a povećani pritisci za kupnju koji dolaze od kratkih prodavača koji pokrivaju njihove pozicije, dodatno bi povećali cijenu XYZ-a.

Na kraju, počnete prodavati svoje fondove po umjetno napuhanom cijenu. U tom trenutku možete izaći iz investicije i / ili preuzeti kratku poziciju znajući da će cijena pasti nakon normalne ponude i zahtijevati povratak snaga.<sup>79</sup>

---

<sup>78</sup>CorneringtheMarket, <http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/stock-market/cornering-market-2363>, (20.04.2018.)

<sup>79</sup>Ibidem.

Korniranje tržišta je nezakonito jer stvara nepoštenu prednost. Komisija za vrijednosne papire i burzu (SEC) pozorno prati akumulacije pojedinih vrijednosnica iz tog razloga.

Tržište također ima ruku u ispravljanju ponašanja. Iako šahtar ima moć utjecati na cijene, ta povoljan položaj čini i njemu vrlo ranjivim - osobito ako je ostatak tržišta svjestan identiteta kuhara.

Tržište će vidjeti neučinkovitost i početi uzimati suprotstavljene pozicije, čime se smanjuje vrijednost štandova gospodarstava. To ga čini vrlo teško za kuhara izaći iz svog položaja bez dodatnih doprinosa pada cijena.

Na nekim tržištima ulagači ne trebaju kontrolirati većinu, pa čak ni trećinu pojedine investicije da bi se shvatilo da pokušava udružiti tržište. Tijekom godina mnogi ljudi i tvrtke zloglasno su pokušavali kušati tržišta na mnoge stvari, uključujući sojino ulje, srebro, bakar, propan, prirodni plin, pa čak i indeks Nikkei.<sup>80</sup>

Kada netko pokuša manipulirati tržištem ilegalnim skladištenjem određene robe, to znači da pokušava 'zakucati tržište'. U tom procesu, kupac pokušava zaliha maksimalne količine te robe na raspolaganju, stvoriti umjetni nedostatak i povećati cijenu prije nego što proda robu natrag na tržište.<sup>81</sup>

Pokušaj kupca da zakorači na tržište ovisi mnogo o svojoj financijskoj snazi i znanju o tržišnim trendovima. Osim pravnih problema, mogao bi se naći iu neredu ako su njegove namjere izložene. Tada će imati i druge trgovce koji se pokušavaju suprotstaviti njegovom potezu i otežati mu da proda robu po visokoj cijeni koju bi se nadao da će dobiti.

U nekim slučajevima, drugi trgovci mogu imati koristi od pogreške kupca.

---

<sup>80</sup>Ibidem.

<sup>81</sup>What Does It Mean To Corner The Market?, <http://www.investorguide.com/article/11837/what-does-it-mean-to-corner-the-market-igu/>, (20.04.2018.)



## 4.2. PRIMJERI KUTA OD ANTIKE DO NOVIJEG DOBA

Povijest je prepuna neuspješnih napora vlade i organiziranih religija da zabranjuju nagađanja i manipuliranje cijenama te kontroliraju cijene roba. U 483. god. Rimski car Zeno izdao je dekret pretorijanskom župniku Konstantinopolu koji zabranjuje manipuliranje robnim zalihama, a Islamski zakon zabranjuje i kupnju roba namijenjenih tržnicama uz ceste izvan gradova.<sup>82</sup>

Od samog početka sedmog stoljeća, islam je zabranio špekulativne aktivnosti kao jedno od njegovih načela. Talmudski zakon zabranjivao je reklamiranje, kao i prevelika dobit trgovaca. Izvješće Ujedinjenih naroda (dalje: UN) opisuje neke od tih drevnih napora kako bi se spriječile manipulacije cijenama.

Oko 2350. pr. Kr. Vladari Egipta preuzeli kontrolu nad upravljanjem žitaricama, a za vladavine Ptolomeja 306. godine prije Krista održali su vlasništvo nad zalihama, zemljištem i žitnicama, tako da su sve cijene zrna bile određene fiksno. Ovo izvješće također bilježi da je Hammurabijev zakon odredio plaće u smislu količine zrna i da je drevna gradska država Atena fiksirala cijene zrna. Godine 386. pr. Kr., Skupinu atenskih trgovaca žitom osudilo se za kriminalne radnje gomilanja i dogovaranja.<sup>83</sup>

Kao što je opisano u prethodnom odjeljku, klasični koncept manipulacije uključivao je „*kut i cijedenje*“. Takve prakse sežu još iz stare Grčke. Aristotel stoga napominje da je oko 300. godine prije Krista jedan Thales stekao kontrolu nad svim prešama maslina u Thiosu i Miletu kroz ugovore koji su mu dali pravo na kontrolu prešanja, a koje je osigurao posuđivanim sredstvima. Te se godine dogodila velika žetva, a Thales je iskoristio opcije i stekao kontrolu nad prešama. Tada je mogao doslovce „*iscijediti*“ proizvođače po višim cijenama kako bi pristupili njegovim prešama. Aristotel je također izvijestio o slučaju sicilijanskog trgovca koji je kupio svu proizvodnju rudnika željeza i bio u mogućnosti da manipulira tržištem.

Drevni Rim koristio je *frumentarijeleges* (državna kontrola tržišta zrna) kako bi spriječio špekuliranje i kontrolu cijena žitarica. U Kini, dinastija Zhou postavila je cijene zrna tijekom

---

<sup>82</sup>Markham, W.J., *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*, Taylor & Francis, 2014., str. 9.

<sup>83</sup>*Ibidem*.

prvog tisućljeća prije Krista. U četvrtom stoljeću prije Krista, Indija, Arthasastra ili priručnik za knezove, uputio je da samo odgovarajuće vlasti trebaju poduzeti sakupljanje zrna i da je dobitna marža koju terete trgovci strogo ograničena. Venecijanska je vlada zabranila manipulaciju lažnim izvješćima u četrnaestom stoljeću.

Najraniji pokušaji engleskog zakonodavstva za reguliranje trgovine također se mogu naći u zabranama kupnje robe prije prodaje i preprodaja. Rimsko zakonodavstvo također je zabranilo "povlačenje" i "sprječavanje" jer su smatrali da ljudi koji su koristili takve spekulativne prakse ometali trgovinu žitaricama. Kazne su bile protjerivanje od trgovanja ili puštanje na otok za trgovce i prisilni rad za one koji se nalaze u košaražama.

U Engleskoj je *forestaller* špekulant koji je nastojao profitirati kupnjom robe na putu do tržišta ili koji je nastojao na bilo koji način poboljšati cijenu takve robe ili koji je uvjerio ljude da ne dolaze na tržište ili da ne stavljaju robu na tržište. Regrator je bio špekulant koji je kupio žitarice na jednom tržištu i prodao ga na drugom tržištu koji se nalazio unutar radijusa od četiri milje. Zastupnik je bio špekulant koji je sam kupio robu za daljnju prodaju. Promocija je bila uvredljiva jer je povećavala cijenu i proviziju, na način da svaki sljedeći dobavljač mora imati dobru zaradu. Zastupanje mora biti korektno za javnost, stavljajući ga u moć jednog ili dvojice bogatih ljudi da podigne razinu odredbi po vlastitom nahođenju.

Engleska je početkom 1260. doživjela dramatične fluktuacije u cijenama potrepština koje su rezultirale mnogim smrtima od gladi. Kao odgovor, kralj Henry III je 1266. godine donio statut „*A Statut Pillory i Tumbireli Assize of Bread & Ale*“, koji je odredio cijene raznih roba i podvrgavanje prekupaca na stup srama. Godine 1306. kralj Edward donio je zakon kojim bi kaznio one čije su obmanjujuće prakse napuhale cijene. Ti "zločini" nagađanja su ozbiljno shvaćene u Engleskoj, a provodio ga je zloglasni sud „*Court of the Star Chamber*“, koji je djelovao u tajnosti i iza kojega nije bilo žalbe zbog ponekad proizvoljnih odluka.<sup>84</sup>

Do desetogodišnjeg razdoblja u četrnaestom stoljeću, zakucavanje je bilo kažnjivo smrću, iako se čini da nitko nikada nije bio pogubljen. Nastojanja suda „*Court of the Star Chamber*“ da narudžbe kukuruza koji je potreban tržištu po utvrđenim cijenama, dovela su zapravo do

---

<sup>84</sup>Ibidem.

nestašice i dovodili trgovce u iskušenje za isporuku gdje bi se dobile visoke cijene. Ove zabrane i kontrole cijena pokazale su se neizvedive i neprovedive. Kao što je jedan sud kasnije napomenuo - *Englezi iz 1400. godine koji su slijepo gomilali određena sredstva da se zaštite od nesvjesnih trgovaca, usvojili su ono što se sada čini apsurdnim sredstvom za potpunu zabranu kupnje i prodaje pojedinih artikala za profit.*<sup>85</sup>

Engleska vlada postupno se probudila na činjenicu da su špekulanti imali važnu ulogu u određivanju cijene robe. Opsjednuti špekulanti u srednjem vijeku i ranije vjerovali su da takve osobe ispunjavaju važne gospodarske funkcije u distribuciji roba i učinkovitijem određivanju cijene robe. Engleska zabrana odgađanja – *regreting* ukinuta je 1772. godine, a do 1844. Parlament je ukinuo svoje zabrane za *forestaling* - sprečavanje i *engrossing*-obmanjivanje.<sup>86</sup>

O zbivanjima 1869. Jamesu Fisku i „Crnom petku“ govori se u idućem poglavlju rada - 4.3.

Jedan od ranijih primjera kuta bio je i *okretanje* srebrne tržnice 1970-ih godina, kada su dva brata, William Herbert Hunt i Nelson Bunker, pokušavali zakucati srebrno tržište kupnjom srebra u ogromnim količinama.<sup>87</sup> Uspjeli su kupiti oko 200 milijuna unci, koji je u to vrijeme bio oko pola svjetskog srebra, prije nego što su bili provjereni. Uspjeli su podići cijenu srebra od 2 dolara po unci do 54 dolara po unci. Oni su bili prisiljeni prodati srebro natrag na tržište uz značajan gubitak 1980-ih i na kraju bankrotirao.

Još jedan primjer bio je uvjerenje i 8 godina zatvora za Hamanaka, koji je 1996. godine pokušao *okrenuti* tržište bakra, što je rezultiralo gubitkom od 1,8 milijardi dolara Sumitomo Corporation. Neke velike korporacije suočile su se s nevoljama pokušavajući zakucati tržište. BP je naložio da plati novčanu kaznu od preko 300 milijuna dolara u zamjenu za pad građanskog tužitelja i kaznenu istragu protiv njega zbog ilegalnog pokušaja da se *zakorači* američko tržište propana u veljači 2004.

---

<sup>85</sup>Ibidem.

<sup>86</sup>Ibidem.

<sup>87</sup>Kennedy, C.R., On thisDay, Gold at 160. Gold at 130., <https://archive.nytimes.com/www.nytimes.com>, (17.04.2018.)

<sup>87</sup>Ibidem.



Korniranje tržišta slično je kupnji dionica ili dionica određene korporacije s namjerom da umjetno podiže cijene tih dionica, prije nego ih proda kako bi imala ogromnu dobit. Prema statutima američke vlade, nijedna osoba ne može pokušati manipulirati cijenom bilo koje robe ili robnih futures tržišta. Ako je osoba proglašena krivom, može biti zatvoren ili prisiljen platiti novčanu štetu. Korniranje tržišta bila je široko rasprostranjena tijekom dvadesetih godina prošlog stoljeća kada je bilo gotovo nikakvih propisa, no sada s CFTC-om drži se budnim okom, trgovci su postali vrlo teški da bi se uključili u takve nesavjesnosti. Isto tako, s pojavom informatizacije, trgovcima i vlastima vrlo je lako paziti na cijene svih roba. Tržišta također imaju prekidače prekidača, tj. Ako cijena bilo koje robe varira od postavljenih cijena ili ako postoji velika fluktuacija cijene bilo koje robe u odnosu na prethodnu cijenu, tada se trgovanje tom robom odmah suspendira, dok se ne otkrije uzrok fluktuacije. Iako je kretanje ilegalno, uvijek će netko pokušati uhvatiti glavni komad tržišta roba s nadom povećanja svog povratka.<sup>88</sup>

#### 4.3. JAMES FISK I "CRNI PETAK" 1869. GODINE

Skandal Crnog petka, također poznat kao Zlatna panika i skandal Fisk/Gould, bio je pokušaj dvaju agresivnih špekulanata Wall Streeta, Jayja Goulda i njegovog partnera Jamesa Fisksa, da *zakorače* zlatno tržište na New York Gold Exchange. Zbog manipulacije Fiskom i Gouldom, cijena zlata pada na New York Gold Exchange 24. rujna 1869. Mnogi su ljudi financijski propali, a zloglasni dan zvao se crni petak.<sup>89</sup>

JayGould, kojeg se obično naziva "*barunom pljačkašem*", bio je željeznički tajkun u doba Divljeg zapada, a James Fisk, pod nadimkom "*Diamond Jim*", newyorški broker. Povećanjem cijene zlata namjeravali su povećati cijenu pšenice, na što bi farmeri povećali prodaju žita, što bi pak dovelo do rasta željezničkog prometa. Međutim, američka vlada odlučila prodati svoje zlato, tako da mu se vrijednost silno srušila u svega nekoliko minuta. Mnogi su investitori financijski uništeni, no Gould i Fisk uspjeli su izbjeći propast.

---

<sup>88</sup>Black FridayScandal, [www.american-historama.org/1866.../black-friday-scandal.htm](http://www.american-historama.org/1866.../black-friday-scandal.htm), (17.04.2018.)

<sup>89</sup>Op.cit., What Does It Mean To Corner The Market?, <http://www.investorguide.com/article/11837/what-does-it-mean-to-corner-the-market-igu/>, (20.04.2018.)



Ako je bilo koji od investitora imao financijsku snagu i nedostatak skrupula koji su bili potrebni za inženjering koji je doveo do crnog petka, bili su to Jay Gould i Jim Fisk. Kao predsjednik i potpredsjednik Erie Railroada, dvojac je osvojio reputaciju kao najneobičnijih financijskih planera Wall Streeta. Njihova „postignuća“ uključuju sve od izdavanja lažnih zaliha do podmićivanja političara i sudaca, a uživali su u unosan partnerski odnos s Tammany Hallovim igračem Williamom "Boss" Tweed-om. Gould se osobito dokazao kao stručnjak u osmišljavanju novih načina izigravanja sustava, pa su ga prozvali *"Mefistofleks Wall Streeta"* zbog njegove nadprirodne sposobnosti da zarađuje novac.

Gould je pronašao elegantno rješenje vladinog problema preko Abela Corbina s kjim se sprijateljio u proljeće 1869. godine i nagovorio ga da pomogne i svojim tajnim planom da zakorači na tržište zlata.<sup>90</sup> Položio je zlato u vrijednosti 1,5 milijuna dolara na račun pod imenom Corbina. Kako bi bio siguran daće Gould dobiti informaciju o aktivnostima vlade, Corbin je iskoristio svoj politički utjecaj kako bi pomogao u postavljanju generala Daniela Butterfielda za američkog blagajnika u New Yorku. U zamjenu za obavijest o bilo kojoj vladinoj prodaji zlata, Butterfield je dobio 1.5 milijuna dolara uloga u programu i zajam od 10.000 dolara. Corbin je također iskoristio svoje obiteljske veze do Granta i pokušao ga nagovoriti da će od visoke cijene zlata imati koristi poljoprivrednici iz SAD-a koji su prodali svoju žetvu u inozemstvu. Dogovorio je sastanak Goulda s Grantom kako bi razgovarao o tom pitanju, a čak je i anonimno djelovao na uredništvo New York Times-a tvrdeći kako je predsjednik preokrenuo svoju financijsku politiku. Tijekom sastanka s Corbinom 2. rujna, Grant mu je povjerio da je promijenio mišljenje o zlatu i planirao zapovjediti riznici da ne prodaje tijekom sljedećeg mjeseca.

Jay Gould i nekoliko drugih urotnika potajno su gomilali zlato od kolovoza, prurušili su svoje identitete iza vojske brokera i nastavili grabiti svo zlato koje su mogli. Dok je dvojac Gould/Fisk povećao svoj ulog, vrijednost zlata popela se na vrtoglave visine. U kolovozu je zlato od 100 dolara prodano za oko 132 dolara u novčanicama, ali samo nekoliko tjedana kasnije cijena je iznosila čak 141 dolara.

---

<sup>90</sup> Andrews, E., The "Black Friday" Gold Scandal, september 24, 2014., <https://www.history.com/news/the-black-friday-gold-scandal-145-years-ago>, (13.04.2018.)

Gouldova kupovina nastavila se neprekidno do 22. rujna, kada je shvatio da je predsjednik shvatio igru. Bijesan zbog manipuliranja, predsjednik je rekao svojoj ženi da napiše odgovor koji je štitio Corbina i upozorio da Grant ne bi oklijevao "obavljati svoju dužnost prema zemlji" i razbiti kut. Gould je bio zapanjen, ali u istinskom barunskom modelu pljačke, zanemario je otkriti nove informacije Fisku ili njegovim drugim partnerima. Umjesto toga, kada je kupnja počela 23. rujna, počeo je tajno prodati što više svog zlata koliko je mogao.

Cijena zlata zaustavljena je prethodnog dana na iznosu od 144 ½ dolara, ali ubrzo nakon ponovnog trgovanja ostvaren je skok na 160 dolara. Ne znajući da će uskoro igra biti otkrivena, Fisk je nastavio kupovati kao luđak i hvalio se da će zlato uskoro biti na vrhu 200 dolara.

U Washingtonu, D.C., Ulysses S. Grant odlučio je slomiti Gould i Fiskov kut na zlatnom tržištu. Grant se sastao s tajnikom riznice Georgeom Boutwellom, te mu nakon kratkog razgovora, naredio da otvori riznicu i poplavi tržište, a svega nekoliko minuta kasnije priopćio kako će sljedećeg dana prodati nevjerojatnih 4 milijuna dolara zlata.

Uz konačno oslobađanje Gouldova i Fiskova stiska na zlatnom tržištu, za nekoliko minuta, napuhane cijene zlata pale su od 160 do 133 dolara. Burza se pridružila rušenju cijene zlata spustivši ga punih 20 postotnih bodova i tako nanosila teške štete nekim od najcjenjenijih tvrtki Wall Streeta. Tisuće špekulanata ostalo je financijski uništeno, a barem jedan počinio samoubojstvo. Vanjska trgovina je zaustavljena. Poljoprivrednici su možda najviše osjetili pritisak, a mnogi su osjetili da je vrijednost pšenice i kukuruza smanjena za 50 posto.<sup>91</sup>

Nekoliko godina su posljedice "crnog petka" imale vrlo negativan utjecaj na američko gospodarstvo, kao i na ostatak Grantova mandata kao predsjednika. Ipak, Jay Gould i Jim Fisk nisu uspjeli pobjeći od katastrofe. Međutim, unatoč brojnim optužbama za malverzacije i službene istrage kongresa, iskoristili susvoje političke veze kako bi izbjegli zatvor. Fisk se čak i izvukao iz ogromnih gubitaka, tvrdeći da su brokeri trećih strana trgovali bez njegovog znanja. Gould je imao još više sreće. Nije jasno kako su njegove financije tekle na dan crnog

---

<sup>91</sup>Ibidem.

petka, no prema nekim procjenama njegova je prodaja u posljednjoj minuti mogla imatizaradu negdje oko 12 milijuna dolara.<sup>92</sup>

#### 4.4. KUT U SLUČAJU PORSCHE – VW

Tijekom financijske krize u razdoblju od 2007. do 2010. godine, Porsche je ušao u tržište dionica Volkswagena, shvativši kako Volkswagen postaje najvrjednija svjetska tvrtka. U rujnu 2005. Porsche je najavio da planira kupiti 20% udjela u VW-u. Da bi to postigao, u listopadu 2005. Porsche je kupio veliki dio dionica od američkih institucionalnih investitora, uključujući *Brandes Investment Partners LLC* u San Diegu, Kalifornija. Do studenog 2006. Porsche je podigao svoj udio u Volkswagenu na 29,9%. Kada je udio u ožujku 2007. godine nadmašio 30 posto, Porsche se obvezao provoditi javni natječaj za sve dionice VW-a, no to je bila puka formalnost koju zahtijeva njemački zakon kad god dioničar dobije 30 posto ili više dionica tvrtke. Porsche je ponudio najnižu ponudu, ispod tržišne cijene i nije odmah kupio dionice, a javno se odrekao bilo kakvih interesa za preuzimanje VW-a.<sup>93</sup>

Porscheov javno obrazloženi razlog za stjecanje tako velikog udjela u VW bio je poslovna strategija i industrijska logika. Porsche je imao simbiozni poslovni odnos s VW-om koji ga jetrebao zaštititi od neprijateljskog preuzimanja. U istom periodu VW izrađuje značajne dijelove *Porsche Cayenne* i Porscheove nove linije *Panamera*.

Tijekom razdoblja od kraja 2005. do 2007. godine, Porsche je akumulirao dionice VW-a, kontinuirano proklamirao svoje poslovne ideje za strateško ulaganje u VW, a istodobno je zanemarivao bilo kakve projekte o stjecanju većinskog udjela VW-a. Do kraja 2007. Porsche postigao je 31% udjela i bio je VW-ov najveći dioničar.<sup>94</sup>

Početkom 2008. godine Porsche je pod kontrolom optuženih Wiedekinga i Haertera pokrenuo tajni plan kako bi manipulirao tržištem VW zaliha, putem dvije otvorene kupnje i potajnim

---

<sup>92</sup>Ibidem.

<sup>93</sup>Porsche's Big "Squeeze" - the "Mother" of all Shorts - and Porsche's consequential derivative litigation, <http://financial-fraud.blogspot.hr/2012/07/porsches-big-squeeze-mother-of-all.html>, (17.04.2018.)

<sup>94</sup>Ibidem.



stjecanjem značajne pozicije u zalihama VW kroz kupnju malih (manje od 5% svake) pozicija u gotovini u šest zasebnih banaka koje služe kao protu-stranke.

Gotovina koju je Porsche počelo akumulirati u 2008. godini bila je ugovorena u opcijama u kojima je namirenje izvršeno plaćanjem novca jednako razlikama između ugovorne vrijednosti i tržišne vrijednosti opcije u trenutku provedbe. To podrazumijeva da ne postoji zahtjev za stvarnu isporuku temeljne sigurnosti. Međutim, takve se opcije mogu fizički riješiti na temelju ugovora stranaka, a banke koje jamče podmirenje u gotovini uobičajeno smanjuju izloženost držanjem stvarnih dionica, čime te dionice izlaze iz opće cirkulacije.

U ožujku 2008. godine, Nadzorni odbor Porschea, njemački ekvivalent američkom Upravnom odboru, signalizirao je odobrenje za podizanje Porscheovog udjela u Volkswagenu na više od 50%. U to je vrijeme Porsche podigao svoj javno otkriveni udio u VW-u na 42,6%. Tržišni komentatori i analitičari počeli su nagađati da Porsche pokušava steći 75% udjela u VW-a, no Porsche je brzo opvrgnuo takve glasine, objavivši javno u priopćenju da se odluka Nadzornog odbora tiče "većinskog holdinga" i da odbija tvrdnje medija da Porsche namjerava povećati svoj udio u VW na 75 %. Porsche je ismijavao medijska izvješća kao špekulacije koje se mogu povezati sa špekulantskim igrama analitičara i investitora i izjavio kako stjecanje 75% dionica VW zanemaruje stvarnost vlasničke strukture VW-a.

Na temelju ovog vrlo jasnog poricanja - i zbog toga što je VW bio više od petnaest puta veći od Porschea, što je izazvalo mnoge investitore, uključujući velike banke, institucionalne investitore i hedge fondove, sumnjalo se u Porscheovu sposobnost zadržavanja novca za kupnju dodatnih VW dionica. Ulagачe je utješilo da su Porscheove izjave o namjeri da dobije jednostavnu većinu, ali ne i 75% dionica, bile istinite i točne.

U rujnu i listopadu 2008. godine, s globalnom gospodarskom recesijom u punom zamahu, zalihe VW percipiraju se kao precijenjene, posebno u svjetlu dramatičnog kolapsa gotovo svih velikih međunarodnih proizvođača automobila. Mnogi su ulagači u to doba ustanovili značajne pozicije u udjelu VW-a tijekom tog razdoblja, a djelomično na temelju Porscheovog ponavljano odbijanja da nastoji steći 75% VW-a. Na osnovu stanja auto industrije općenito i činjenice da je Porscheova kupnja VW gotovo pri kraju, stvoren je tržišni konsenzus da su te kratke pozicije sigurna ulaganja koje bi vraćale značajnu dobit. Prema nekim procjenama,



investitori su prodali 13% dionica VW-a, bilo izravno ili putem *swap* transakcija temeljenih na vrijednosnim papirima.<sup>95</sup>

Međutim, Porsche-ov pokušaj preuzimanja VW-a je propao i ostavio je tvrtku u bilijunima euraduga te na rubu bankrota. Također, stradali su i pojedini investicijski fondovi koji 2011. pokreću tužbu protiv Porschea kao kompenzaciju za nastalu štetu, tražeći iznos od 2 bilijuna eura.<sup>96</sup>

Pojedini tržišni analitičari nazvali su ovaj događaj „*majkom svih short squeezea*“ komentirajući kako je Porsche prevario mnoge ulagače.

#### 4.5. PREPORUKE ZA INVESTIRANJE

Financijsko je tržište mjesto na kojem se trguje financijskim instrumentima i gdje se susreću ponuda i potražnja za istima. To podrazumijeva niz financijskih institucija i instrumenata koji posreduju između sudionika s viškom, tj. onih koji žele uložiti i onih s manjkom sredstava, tj. onih kojima je potrebno financiranje. Svakom investitoru je glavni cilj, da uz minimalan rizik postigne maksimalnu dobit. Na tržištu kapitala postoje određeni alati, koji omogućavaju investitoru da unaprijed odredi, tj. na neki način prognozira koje investicije će mu donijeti maksimalan povrat, ali da se ne izlaže pretjeranoj opasnosti od ulaganja. Naravno, strategija svakog pojedinog investitora će se razlikovati ovisno o njegovoj spremnosti na izlaganje višim razinama rizika, ali naravno i o njegovoj želji za maksimiziranjem prinosa.

Najvažnije burzovne manipulacije na suvremenim financijskim tržištima jesu *Pump&Dump*, *Trash& Cash*, *InsiderTrading* *Corner Marketing* i mnoge druge, a javljaju se u takvim formama koje je vrlo teško otkriti. Zemlje razvijenih financijskih tržišta razvile su mjere za zaštitu protiv burzovnih manipulacija, međutim, one su i dalje neefikasne. Zato pitanje sprječavanja manipulacija sve više se svodi na pitanje kako ublažiti njihov utjecaj i vratiti povjerenje u tržišta i financijske izvještaje.

---

<sup>95</sup>Ibidem.

<sup>96</sup>Fundssue Porsche over VW short squeeze, Financial Times, December 31, 2011., <https://www.ft.com/content/959af428-33c4-11e1-baef-00144feabdc0>, (21.04.2018.)

Manipulacije na financijskim tržištima suposljedica ali i uzrok manipulacija s financijskim izvještajima. Uvijek iza burzovnih, pa tako i računovodstvenih manipulacija, stoje interesne skupine i njihovi kratkoročni ciljevi koje žele postići.

Na burzama se opće raspoloženje svih učesnika može podijeliti na dvije faze – prvu u kojoj su investitori optimistični i masovno kupuju financijske instrumente koji donose viši prinos u dobrim vremenima; te drugu fazu u kojoj su investitori zabrinuti pri čemu ulažu u instrumente koji su percipirani sigurna ulaganja. Ove dvije faze se kontinuirano smjenjuju i u kraćim i u dužim vremenskim periodima, a među profesionalcima su poznate kao faze *“risk on”* i *“riskoff”*.

Što se tiče ulaganja u financijske proizvode dostupne na tržištu, svaki proizvod nudi određenoj skupini ljudi ono što bi moglo zadovoljiti njihove potrebe, samo je pitanje što odabrati, pri čemu je potreban neovisan savjet, a ne savjet zaposlenika institucije, jer vam nitko neće reći, nemojte kod nas uložiti novac, imajte boljih mogućnosti u drugoj instituciji. Prema nekim analitičarima i financijskim savjetnicima najviše riskiraju i gube oni koji prate razvoj događaja na globalnim tržištima i prate savjete o ulaganjima, a pametne odluke o ulaganju onda pokušavaju donijeti *“onako usput”*. Ako igramo takvu igru, gotovo je sigurno da ćemo izgubiti. Što prije to shvatimo, prije ćemo se naći na tragu pametnog ulaganja. Drugim riječima, ako želimo inteligentno ulagati, prva stvar koju trebamo učiniti jest - zanemariti 99,9 posto onoga što čujemo u financijskim medijima jer to je uglavnom „buka“ koja ometa i koja će nas navesti da počinimo skupe greške. To ne znači da su ljudi u poslovnim medijima glupi - nisu. To samo znači da je gotovo sve o čemu govore nevažno u odnosu na naš cilj da pametno ulažemo. Dakle, ono što u poslovnim medijima najviše trebali izbjegavati jesu tržišne novosti, tržišna predviđanja, ekonomske vijesti, ekonomske prognoze, tehničke analize, generičke savjete, kupite ovo, prodajte ono, kvantitativne analize, i tako dalje. Manipulacije i manipulanti gotovo uvijek su, na žalost investitora, brži od regulatornih tijela. Popravljanje ili ublažavanje situacije uglavnom je nakon izbijanja slučajeva što nije dobro jer su u pitanju veliki gubici. Sve dodatne reforme regulatornih tijela, edukacije računovođa i naponi revizije usmjereni su na jačanje povjerenja u računovodstvenu profesiju i

financijske izvještaje, pad troškova kapitala i stabilizaciju financijskih tržišta gdje bi se manipulacije svele na minimum. Najkraće moguće - *investitori uvijek trebaju biti oprezni !!!*




## 5. ZAKLJUČAK

Financijski sustav s obzirom na svoju ulogu u gospodarskom razvoju je među najdetaljnijereguliranim segmentima tržišne ekonomije, a ujedno i područje oko kojega se često voderasprave. Financijska tržišta su strukture kojima protječu sredstava. Glavna funkcija i bitna ekonomska uloga financijskih tržišta je preusmjeravanje sredstava od ljudi koji imaju višak, odnosno od onih koji su uštedjeli novčane viškove trošeći manje od dohotka do onih kojima nedostaju novčana sredstva jer žele ili moraju trošiti više od dohotka. Financijska tržišta također predstavljaju prostor na kojem se nude i traže financijska sredstva, te na kojemu se, ovisno o ponudi i potražnji za tim sredstvima, formira njihova cijena. Uloga im je alokacija financijskih sredstava. U širem smislu obuhvaćaju javni sektor, privatni sektor, stanovništvo i inozemstvo. Financijska tržišta su mehanizam putem kojeg se obavlja prijenos financijskih sredstava od financijski suficitarnih jedinica do financijski deficitarnih jedinica. Financijski sustav, kao podsustav ekonomskog sustava, treba omogućiti rast i razvoj ekonomije, odnosno financijski sustav predstavlja zrcalo stupnju razvoja pojedine zemlje. Podjela na novčano tržište ili tržište kapitala kao kriterij uzima omogućava li financijski instrument ili ne raspolaganje novcem ili kapitalom. Kriterij je vremenski rok, odnosno likvidnost, a granični rok je godinadana. *Tržišta novca* su tržišta na kojim se trguje dužničkim vrijednosnim papirima ili instrumentima s dospijecem od jedne godine ili manje. Detaljniji opis tržišta novca, njegova struktura, instrumenti, mehanizmi i sudionici, slijedi u narednom poglavlju. *Tržišta kapitala* su tržišta koja trguju dužničkim instrumentima - obveznicama i instrumentima udjela u vlasništvu - dionicama s rokom dospijeca dužim od jedne godine. Čini ih skup institucija, financijskih instrumenata i mehanizama pomoću kojih se dugoročna sredstva štednje prenose od suficitarnih ka deficitarnim jedinicama koje ih zatim ulažu u razvoj što će omogućiti buduće prihode iz kojih će se uzajmljeni i uloženi novčani kapital vratiti uvećan za naknadu za ustupljena sredstva. Sudionici su, osim investitora – štediša i emitenata vrijednosnih papira i investicijske banke, brokeri i dileri, ustanove kreditnog rejtinga, regulatorne ustanove. Kamatna stopa na ovom tržištu rezultat je ponude i potražnje kapitala i veća je od kamatne stope koja se oblikuje na tržištu novca. *Kut* je dakle jedan od najstarijih načina manipulacije tržištem, stjecanjem većine roba ili udjela u određenoj robi da bi se manipulirati njezinom cijenom za osobnu dobit, stoga je u cilju postizanja



povjerenja ulagača potrebno normativnim aktima mogućnost manipulacije svesti na najmanju mjeru. Koliko je značajna zabrana zlouporabe tržišta proizlazi i iz činjenice da je zlouporaba povlaštenih informacija i zlouporaba tržišta kapitala prema Kaznenom zakonu propisane kao kaznena djela za koja su propisane kazne zatvora.



---

Damir Župan

## LITERATURA

### Stručna literatura:

1. Buterin, D. i dr., Mogućnosti i rizici investiranja na *Forex* tržištu, Zbornik Veleučilišta u Rijeci, Vol. 2 (2014), No. 1, pp. 77-90, Rijeka, 2014.
2. Klačmer, Čalopa, M., Cingula, M., Financijske institucije i tržište kapitala, TIVA Tiskara Varaždin, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, 2009.
3. Dalić, M., Usporedna analiza hrvatskog financijskog sustava i financijskih sustava naprednih tranzicijskih zemalja, Privredna kretanja i ekonomska politika, vol. 92, 2002.
4. Felix, L., i dr., The 2011. European Short Sale Ban: A Cure or a Curse?, Journal of Financial Stability, Vol. 25, 2016.
5. Foley, B.J., Tržišta kapitala, Mate d.o.o., Zagreb, 1998.
6. Hendershott, T., i dr., The intended and collateral effects of Short-sale bans as a regulatory tool, Journal Of Investment Management, Vol. 11, No. 3, (2013), pp. 5-13, 2013.
7. Ivanov, M., Utjecaj psiholoških čimbenika na djelotvornost financijskih tržišta, Ekonomski fakultet, Sveučilište u Zagrebu, Zagreb, 2008.
8. Ivanović, Z., Financijski menadžment, Financijski menadžment, Hotelijerski fakultet Opatija, Sveučilište u Rijeci, Opatija, 1997.
9. Koški, D., Međunarodni financijski menadžment, Ekonomski fakultet u Osijeku, Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera, Osijek, 2013.
10. Markham, W.J., Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation, Taylor & Francis, 2014.
11. Mishkin, F.S., Eakins, S.G., Financijska tržišta + institucije, Mate d.o.o., Zagreb, 2005.
12. Mishkin, F. S., Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta, osmo izdanje, Zagrebačka škola ekonomije i managementa, MATE d.o.o., Zagreb, 2010.
13. Orsag, S., Dedi, L., Tržište kapitala- udžbenik za ekonomske škole, prvo izdanje, Alka script d.o.o., Zagreb, 2014.
14. Prohaska, Z., Upravljanje vrijednosnim papirima, Infoinvest, Zagreb, 1994.

15. Sabolić, D., Financijska tržišta II., Organizacija financijskih tržišta, FER, Sveučilište u Zagrebu, Zagreb, 2013.
16. Saunders, A., Millon Cornett, M., Financijska tržišta i institucije, Moderno viđenje, drugo izdanje, Poslovni dnevnik, Masmedia, Zagreb, 2006.
17. Shleifer, A. & Vishny, R. W., The Limits of Arbitrage, The Journal of Finance, Vol. 52, No. 1, 1997.
18. Tasić, Z., Karakteristična obilježja i značaj finansijskog tržišta, Pravno-Ekonomske Pogledi, vol.3, 2012.
19. Wei, K. C. J. & Lam, E., Limits to Arbitrage and the Asset Growth Anomaly, Journal of Financial Economics, Vol. 102, No. 1, 2011.
20. Yoshinaga, C. & Borges Ramalho, T., Behavioral Finance in Brazil: applying the prospect theory to potential investors, Revista Brasileira de Gestão de Negócios, Vol. 16, No. 53, 2014.

#### **Internet izvori:**

1. Andrews, E., The "Black Friday" Gold Scandal, september 24, 2014., <https://www.history.com/news/the-black-friday-gold-scandal-145-years-ago>, (13.04.2018.)
2. Dobrojević, G., Regulatori stabiliziraju financijska tržišta, članak objavljen 25.09.2008., <https://burza.com.hr/portal/regulatori-stabiliziraju-financijska-trzista/4185>, (11.04.2018.)
3. Kennedy, C.R., On this Day, Gold at 160. Gold at 130., <https://archive.nytimes.com/www.nytimes.com>, (17.04.2018.)
4. SEC Halts Short Selling of Financial Stocks to Protect Investors and Markets, <https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm>, (15.04.2018.)
5. Ulagачi gube interes za oklade na bankrot Grčke i/ili raspad EMU, Mario Gatar, članak objavljen 10.03.2010., <https://www.jutarnji.hr/biznis/financije-i-trzista/ulagaci-gube-interes-za-oklade-na-bankrot-grcke-i-ili-raspad-emu/2232701/>, (17.04.2018.)
6. Cornering the Market, <http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/stock-market/cornering-market-2363>, (20.04.2018.)



7. WhatDoesItMean To CornerTheMarket?,  
<http://www.investorguide.com/article/11837/what-does-it-mean-to-corner-the-market-igu/>, (20.04.2018.)
8. Black FridayScandal, [www.american-historama.org/1866.../black-friday-scandal.htm](http://www.american-historama.org/1866.../black-friday-scandal.htm),  
 (17.04.2018.)
9. Porsche's Big "Squeeze" - the "Mother" ofallShorts -  
 andPorsche'sconsequentialderivativelitigation, <http://financial-fraud.blogspot.hr/2012/07/porsches-big-squeeze-mother-of-all.html>, (17.04.2018.)
10. Fundssue Porsche over VW short squeeze, Financial Times, December 31, 2011.,  
<https://www.ft.com/content/959af428-33c4-11e1-baef-00144feabdc0>, (21.04.2018.)
11. <http://www.agram-brokeri.hr/default.aspx?id=33033>, (10.04.2018.)

## POPIS SLIKA

Slika 1 - Podjela financijskih tržišta .....	4
Slika 2 - Ključne razlike u kolanju sredstava na primarnom i .....	10
Slika 3 - Korištenje knjige uvjetnih naloga .....	30

## **POPIS TABLICA**

Tablica 1 - Popis zabranjenih financijskih dionica.....	33
---	----